

Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.

ve

Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

**BİRLEŞME VE HİSSE DEĞİŞİM ORANLARI
TESPİTİNE İLİŞKİN UZMAN KURULUŞ RAPORU**

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173
1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli / İstanbul

26 Şubat 2026



BULLS YATIRIM
Menkul Değerler A.Ş.

İÇİNDEKİLER

1. Yönetici Özeti	3
1.1. Devralan Şirket Hakkında Bilgiler ve Değerleme Özeti	3
1.2. Devrolunan Şirket Hakkında Bilgiler ve Değerleme Özeti	5
1.3. Birleşme & Hisse Değişim Oranı	6
1.4. Başlıca Sektörler ve Pazarlar	6
2. Raporun Amacı ve Sınırlayıcı Koşullar	11
2.1. Raporun Amacı	11
2.2. Bilgi Kaynakları ve Değerleme Tarihi	11
2.3. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler	11
2.4. Sınırlayıcı Koşullar	12
2.5. Sorumluluk Beyanı	13
3. Finansal Bilgiler	13
3.1. Batıçim Batı Anadolu Çimento A.Ş. - Bilanço	13
3.2. Batıçim Batı Anadolu Çimento A.Ş. - Gelir Tablosu	14
3.3. Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. - Bilanço	15
3.4. Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. - Gelir Tablosu	17
4. Değerleme	17
4.1. Değerleme Yöntemleri	17
4.2. Değerleme Analizi	19
4.2.1. Değerlemede Kullanılan Yöntemler	19
a) Piyasa Yaklaşımı	19
b) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	19
c) Borsa Değeri Yaklaşımı	19
4.2.2. Batıçim Değerlemesi	19
4.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları	19
4.2.2.2. Borsa Yaklaşımı	26
4.2.2.3. Piyasa Çarpanları Analizi	26
4.2.3. Çiftay Değerlemesi	30
4.2.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları	30
Gelir Varsayımları:	30
4.2.3.2. Piyasa Çarpanları Analizi	36
5. Sonuç	42

Uzman Kuruluş Raporu

1. Yönetici Özeti

Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş. ("Batıçim" veya "Devralan Şirket") ile Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ("Çiftay" veya "Devrolunan Şirket") (birlikte "Şirketler") değerini içeren, SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği uyarınca uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasına yönelik Uzman Kuruluş Raporu'nu tamamlamış bulunmaktayız. Bu değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") olarak beyan ederiz.

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

1.1. Devralan Şirket Hakkında Bilgiler ve Değerleme Özeti

Batıçim'in faaliyet konusu; esas sözleşmesinin 3. maddesi uyarınca, klinker ve çimento üretimi ve pazarlaması (çimento klinkeri, portland, alüminyumlu çimento (boksit çimentosu), cüruf çimento, süper fosfat çimentolar ve benzeri suya dayanıklı) ile yurt içi ve yurt dışı satışını gerçekleştirmektir. Batıçim konsolide edilen bağlı ortaklıkları ile hep birlikte taş ve toprağa dayalı ürünlerin (çimento ve klinker) imalatı ve satışı, hazır beton imalatı ve satışı, liman hizmetleri ve elektrik üretimi ve satışı alanlarında faaliyet göstermektedir. Aşağıda Batıçim Grubu (Batı Anadolu Şirketler Topluluğu) faaliyetleri hakkında gerekli bilgiler yer almaktadır.

Batı Anadolu Şirketler Topluluğu

1966 yılında Batı Anadolu topraklarında %100 Türk sermayesi ile Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş. olarak kurulmuş ve daha sonra büyüyerek Batı Anadolu Şirketler Topluluğu haline gelerek, yarım asırlık geçmişiyle Türk çimento endüstrisinin güçlü işletmeleri arasında yerini almıştır. Batı Anadolu Şirketler Topluluğu; çimento, klinker, hazır beton üretimi, liman işletmeciliği, enerji üretimi ve ticareti gibi stratejik sektörlerde faaliyet gösteren şirketleriyle, Ege Bölgesi'nin önde gelen sanayi topluluklarından biri olarak konumlanmaktadır. Grubun, İzmir, Aliğa'daki Batılman Liman İşletmeleri A.Ş. yatırımı, bölge ve ülke lojistik altyapısına sağladığı katkılarla öne çıkmaktadır. Stratejik konumu, Batılman'ı Ege'nin en önemli limanlarından biri haline getirmektedir. Kuruluşundan bu yana 3 kıtada, 30'dan fazla ülkeye uzanan ihracat ağıyla Türkiye ekonomisine katma değer sağlamakta olan Batı Anadolu Şirketler Topluluğu, enerji verimliliği ve düşük karbon ekonomisi odaklı projeleriyle sürdürülebilir sanayi anlayışını iş süreçlerinin merkezine yerleştirmektedir. 2012 yılında Batıçim ve Batisöke'de atık ısıdan elektrik üretim tesisleri devreye alınmıştır. Batıçim hisseleri 1995, Batisöke hisseleri ise 2000 yılından beri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Grubun ana şirketi olan Batıçim hisseleri 2021 yılında Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. tarafından satın alınmış ve böylece Çiftay ana hissedar olmuştur. 2025 yılı sonu itibarıyla Batıçim'de 406, Batisöke'de 364 ve Batı Anadolu Şirketler Topluluğu'nun diğer şirketlerinde 243 olmak üzere toplam çalışan sayısı 1.013'tür. Batı Anadolu Şirketler Topluluğu çatısı altında 26 tesis faaliyet göstermektedir.

Batıçim Bornova Çimento Fabrikası

1966 yılında %100 Türk sermayesiyle kurulan Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş. tüzel kişiliği altında faaliyet gösteren Batıçim Bornova fabrikası 1969 yılında üretime başlamıştır. Batıçim, Ege Bölgesi'nin önemli sanayi kuruluşlarından biridir. Tesislerde yılda 1,4 milyon ton klinker ve 1,8 milyon ton çimento üretim kapasitesi bulunmaktadır. Üretilen ürünler hem iç piyasaya satılmakta hem de ihraç edilmektedir. 2025 yılında 1,4 milyon ton klinker ve 1,8 milyon ton çimento üretimi gerçekleştirilmiş olup üretilen klinkerin çimento üretimi için kullanılan kısmı dışarıda bırakıldığında, yurt dışına 366 bin ton klinker satışı gerçekleştirilmiştir. 2025 yılında gerçekleştirilen 1,8 milyon ton çimento satışının %53,2'si iç piyasada, %46,8'i ise ihracat olarak yurt dışına satılmıştır.

Batisöke Çimento Fabrikası

1955 yılında kurulan ve Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk çimento fabrikalarından biri olan Batisöke 1993 yılında Batı Anadolu Şirketler Topluluğu bünyesine katılarak üretim kapasitesini ve sektördeki gücünü artırmıştır. 2018 yılında Batisöke 3. fırın hattı yatırımı devreye alınmıştır. Yapılan yeni entegre üretim tesisi yatırımı ile Batisöke, Türkiye'nin en modern çimento ve klinker üretim tesislerinden birine sahip olmuştur. Batisöke 3 milyon ton klinker ve 4 milyon ton çimento üretim kapasitesine sahiptir. Üretilen ürünler hem iç piyasaya satılmakta hem de ihraç edilmektedir. 2025 yılında 2,1 milyon ton klinker ve yaklaşık 1,5 milyon ton çimento üretimi gerçekleştirilmiş olup üretilen klinkerin çimento üretimi için kullanılan kısmı dışarıda bırakıldığında, 742 bin tonu yurt dışına olmak üzere 931 bin ton klinker satışı gerçekleştirilmiştir. 2025 yılında gerçekleştirilen 1,6 milyon ton çimento satışının %80,8'i iç piyasada, %19,2'si ise ihracat olarak yurt dışına satılmıştır. Ayrıca, ATY (Atıktan Türetilmiş Yakıt) Hazırlama ve Besleme Tesisi yatırımı

Uzman Kuruluş Raporu

başlanmış olup, alternatif yakıt kullanımını artırarak fosil yakıtlara bağımlılığı azaltmak hedeflenmektedir. 2007 yılında Soma Termik Santrali bünyesinde bulunan Ash Plus Kül Tesisine sahip ASH Plus Yapı Malzemeleri San.Tic.A.Ş.'nin (yeni unvanı Ecowest Atık Yönetim A.Ş.) %100 hissesi satın alınarak şirket bünyesine katılmıştır.

Batıbeton

1986 yılında kurulan Batıbeton Sanayi A.Ş., Batı Anadolu Şirketler Topluluğu'nun hazır beton üretimi ve inşaat sektöründeki güçlü temsilcisidir. Batıbeton; İzmir, Balıkesir, Manisa, Muğla ve Aydın illerinde toplamda 17 modern hazır beton tesisi ile sektördeki yerini pekiştirmiştir. Şirket, yüksek kaliteli betonlar ve prefabrik ürünlerle Türkiye'nin büyük inşaat projelerine ürün sağlamaktadır. Standart betonun yanı sıra, renkli beton, beyaz beton, polipropilen beton, çelik lifli beton, hafif beton, ağır beton ve poroz beton gibi özel beton çeşitleri ile yılda 4,5 milyon metreküpün üzerinde üretim kapasitesine sahiptir.

Batılıman

Batılıman, Batı Anadolu Şirketler Topluluğu'na 2006 yılında katılmış ve kısa sürede Türkiye'nin önemli lojistik üslerinden birine dönüşmüştür. İzmir'in Aliaga ilçesindeki Nemrut Körfezi'nde yer alan Batılıman, çevresindeki sanayi tesislerine yakınlığı sayesinde lojistik avantaj sağlamaktadır. Liman, Türkiye'nin dört bir yanına malzeme ve ürün taşımada kritik bir rol oynamaktadır. Stratejik bir konumda yer alan liman, gemilerin yanaşma ve kalkış işlemlerine uygun altyapısının yanı sıra karayolu ve liman sahasına kadar uzanan demiryolu bağlantısıyla dikkat çekmektedir. 2011 yılına kadar ağırlıklı olarak grup şirketlerinden Batıçim'in çimento ve klinker yüklerini elleçleyen Batılıman, iş hacmini artırmak için yapılan ekipman, iskele ve geri saha yatırımları sayesinde sürekli gelişerek bölgenin önde gelen limanlarından biri haline gelmiştir. İzmir'e yalnızca 59 kilometre mesafede, İzmir başta olmak üzere Manisa, Denizli, Balıkesir ve Aydın gibi çevre illeri kapsayan geniş hinterlandıyla tercih edilen bir lojistik merkezi konumundadır. Batılıman'ın yıllık elleçleme kapasitesi, yük türü, miktarı, gemi boyutları ve kullanılan vinçlerin kapasitelerine göre değişiklik göstermekte olup ortalama 6.000.000 ton seviyesindedir. Yapımı tamamlanan iskele uzatma projesi sayesinde, toplam iskele uzunluğu yaklaşık 985 metreye çıkartılmış olup, 2030 yılında 10 milyon ton yıllık elleçleme kapasitesine ulaşılması beklenmektedir. Bölgedeki en derin limanlardan biri olan Batılıman'da iskele su derinlikleri 34 metreye kadar ulaşmaktadır. Ayrıca, 2 ve 3 numaralı iskelelerin her birinin 100 metre uzatılmasıyla birlikte, liman 200.000 DWT'ye kadar gemilerin yanaşabilmesine olanak sağlayacak bir altyapıya kavuşmuştur. Haftanın her günü, 24 saat boyunca modern liman ekipmanları ile hizmet sunarak; dökme yükler (yem-tahıl, kömür, maden vb.), genel kargo (demir-çelik, torbalı yükler, rulo sac vb.) ve proje yüklerinin (rüzgar türbini, transformatör, fabrika ekipmanları vb.) elleçlenmesinde yüksek hız ve kaliteyle faaliyet gösterilmektedir. Ayrıca yıllık ortalama 500 adet gemi yanaşmaktadır. Yaklaşık 155.000 m²'lik bir alanda elleçlenen yüklerin gümrüklü veya gümrüksüz statüde depolanması gibi lojistik imkanlar sunarak, gemilere barınma, katı-sıvı atık alımı, su ikmali gibi destek hizmetleri de sağlamaktadır. Liman geri sahası olarak iskelenin hemen arkasındaki yaklaşık 100.000 m²'lik gümrüklü-gümrüksüz açık sahalar ile limana 3 km mesafedeki yaklaşık 67.000 m²'lik alanda yer alan A Tipi Genel Antrepo statüsündeki 21 adet kapalı depo ve yaklaşık 31.000 m²'lik açık depolama sahası ile müşterilerine depolama hizmeti sunmaktadır.

Batienerji

Batıçim Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Batıçim Enerji Toptan Satış A.Ş.'den oluşan "Batienerji", 2008 yılında Batı Anadolu Şirketler Topluluğu'na katılmıştır. Batıçim Enerji Üretim ile enerji üretimi, Batıçim Enerji Toptan ile perakende satış alanlarında faaliyet gösterilmektedir. 2011 yılında Kovada I ve Kovada II HES Batıçim Enerji Üretim bünyesine katılmıştır. Kovada 1 Hidroelektrik Santrali, Isparta ili Eğirdir ilçesinde yer almakta olup 8,25 MW kurulu güce ve yıllık ortalama 8.000.000 kWh elektrik üretim kapasitesine sahiptir. Türkiye'nin 814'üncü, Isparta'nın ise 6'ncı büyük enerji santrali konumundadır. Kovada 1, 6.500 konutun elektrik ihtiyacını karşılayabilecek üretim kapasitesine sahiptir ve işletme hakkı 2060 yılına kadar Batıçim Enerji Üretim'de bulunmaktadır. Kovada 2 Hidroelektrik Santrali, Isparta ili Eğirdir ilçesinde yer almakta olup 51,2 MW kurulu güce ve yıllık ortalama 50.000.000 kWh elektrik üretim kapasitesine sahiptir. Türkiye'nin 235'inci, Isparta'nın ise 3'üncü büyük enerji santrali olan Kovada 2, yaklaşık 40.000 konutun elektrik ihtiyacını karşılayacak üretim kapasitesine sahiptir. Santralin işletme hakkı 2060 yılına kadar Batıçim Enerji Üretim'de bulunmaktadır.

Tablo: Batıçim Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Pay Adedi	Sermaye Payı	Oy Hakkı Oranı
Çiftay İnşaat Taahhüt Ve Tic.A.Ş.	2.128.446.843	38,1%	38,1%
KTLP Limited	406.399.166	7,3%	7,3%
Diğer	3.045.153.991	54,6%	54,6%
Toplam	5.580.000.000	100%	100%

Uzman Kuruluş Raporu

1.2. Devrolunan Şirket Hakkında Bilgiler ve Değerleme Özeti

Çiftay'ın faaliyet konusu, esas sözleşmesinin 3. maddesi uyarınca; başka yerde sınıflandırılmamış diğer madencilik ve taş ocakçılığıdır. Çiftay bu kapsamda madencilik ve taş ocakçılığı şirketlerine müteahhitlik ve alt yüklenici hizmetleri sunmaktadır. Çiftay konsolide edilen bağlı ortaklıkları ile hep birlikte madencilik, dekapaj ve taahhüt işleri ile akaryakıt ticareti, enerji, alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş., Ziya Aydın tarafından 1987'de kurulmuştur. Kuruluşundan bu yana Çiftay madencilik sektöründe önde gelen kuruluşlar arasında yer almıştır. Madencilik yanında aynı zamanda inşaat, enerji yatırımları bulunmaktadır. Şirket'in 1.500'ün üzerinde çalışanı bulunmaktadır. Çiftay'ın faaliyetleri aşağıdaki gibidir:

Maden Taahhüt

2008 yılında Sivas Divriği'de OYAK bünyesindeki Erdemir Madencilik San. ve Tic. A.Ş ile imzalanan anlaşma ile yer altı ve açık ocak demir madenlerinin üretimini gerçekleştirmekte olan Çiftay, bu faaliyetleri ile Türkiye demir cevheri üretiminin yaklaşık %35'inin ve Türkiye demir cevheri ihtiyacının yaklaşık %15'inin karşılanmasını sağlamaktadır. Alacer Gold Corp.'a ait Erzincan İliç'te bulunan ve Türkiye'nin en büyük ikinci altın madeni olan Çöpler Altın Madeni'nin tüm madencilik faaliyetleri de 2008 yılından bu yana Çiftay tarafından yürütülmektedir. Ayrıca Centerra Gold Inc.'e ait Kayseri Develi ilçesinde bulunan altın madeninin inşaat ve madencilik faaliyetlerini 2018 yılından itibaren Çiftay yürütmektedir.

Maden Arama

Çiftay, değerli ve baz metaller içeren projelere sahip olup kazançlı maden yatakları keşfetmek amacıyla arama çalışmalarına devam etmektedir. Bu hedef doğrultusunda, Çiftay çalışmalarını altın, gümüş, bakır-çinko-gümüş, demir ve krom gibi esas değerli metalik madenler üzerine yoğunlaştırmıştır. Şirketin, Türkiye'nin maden açısından zenginliği ile bilinen bölgelerinde toplamda 11 bin hektar olmak üzere 9 adet ruhsatı bulunmaktadır.

Enerji Biyogaz Santralleri

Çiftay, yenilenebilir enerji kaynakları yatırımları ile kendisini geliştirmeyi ve büyümeyi hedeflemektedir. Bu doğrultuda Ankara – Polatlı'da 3 ünite ile toplam 4,12 MWm/4,00 MWe kurulu güce sahip Enerbes Biyogaz Enerji Santrali 2020 yılından itibaren üretimine devam etmektedir. Ayrıca, İstanbul Şile'de faaliyet gösteren çöpte elektrik üretimi yapan 18MW Kurulu güce sahip biyokütle tesisinde ve Manisa İlinde 3 MW Kurulu güce sahip biyogaz tesisinde hissedarlığı bulunmaktadır.

Petrol Ticareti

Çiftay, Denizli'de bulunan benzin istasyonu ile hizmet vermektedir. Grup şirketleri de bu yapı üzerinden yakıt tedariki yapmaktadır.

Tablo: Çiftay Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Oy Hakkı Oranı
Sabit Aydın	1.500.000.000	60,0%	75%
Zeynep Aydın	250.000.000	10,0%	6,25%
Medet Aydın	375.000.000	15,0%	9,38%
Mehmet Aydın	375.000.000	15,0%	9,38%
Toplam	2.500.000.000	100%	100%

Tablo: Batıçim Değerleme Özeti

Bin TL	Borsa Değeri	İNA	FD/FAVÖK
Hesaplanan Değer	27.575.345	27.676.145	18.947.815
Ağırlık	%50,0	%35,0	%15,0
Batıçim Ağırlıklandırılmış Değer		26.316.496	

Uzman Kuruluş Raporu

Tablo: Çiftay Değerleme Özeti

Bin TL	İNA	FD/FAVÖK	F/K
Hesaplanan Değer	30.610.602	26.330.965	77.150.097
Ağırlık	%50,0	%35,0	%15,0
Ağırlıklandırılmış Değer		36.093.653	
Maden Ruhsatları*		15.029.105	
iskonto oranı		75%	
Maden Ruhsatları - iskonto sonrası		3.757.276	
Çiftay - Özkaynak Değeri		39.850.929	
illikidite İskontosu (-)		35%	
Çiftay - Özkaynak Değeri		26.301.613	

1.3. Birleşme & Hisse Değişim Oranı

Uzman Kuruluş Raporu'na göre birleşme oranı 0,50014142 olarak belirlenmiş, bu kapsamda birleşme işlemi nedeniyle yapılacak sermaye artırım tutarının (ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri olması halinde değişmesi hali dışında) 5.576.844.415 TL olacağı ve bu doğrultuda birleşme sonrasındaki sermayenin 11.156.844.415 TL olacağı belirtilmiştir. Uzman Kuruluş Raporu'na göre değişim oranı 22.307,3777 hesaplanmış olup 10.000 TL nominal değeri olan 1 adet Çiftay pay senedi için 22.307,3777 adet 1 TL nominal değere sahip Batıçim pay senedi verilecektir. Toplamda 250.000 adet Çiftay pay senedi için 5.576.844.415 adet Batıçim pay senedi verilecek olup Batıçim sermayesi 5.576.844.415 TL artırılarak 11.156.844.415 TL'ye yükseltilecektir.

	Piyasa Değeri - TL	Birleşme Oranı	Sermaye - TL	Hisse Adedi	Hisse Başına Fiyat	Değişim Oranı
Batıçim	26.316.495.874	0.50014142	5.580.000.000	5.580.000.000	4.72	1.0000
Çiftay	26.301.613.448	0.49985858	2.500.000.000	250.000	105.206	22.307.3777
Toplam	52.618.109.322	1				

1.4. Başlıca Sektörler ve Pazarlar

Batıçim, Batıçimento Bornova fabrikası ve Batisöke Söke fabrikası ile klinker ve çimento üretimi gerçekleştirmekte ve ürettiği ürünleri Ege Bölgesi'nde satmakta ve ihraç etmektedir. Ayrıca üretilen çimentonun bir kısmı bağlı ortaklık olan Batıbeton'a satılmakta ve Batıbeton tarafından hazır beton üretiminde kullanılarak üretilen hazır beton yine Ege Bölgesi'nde satışa sunulmaktadır. Çimento sektörü, inşaat ve altyapı yatırımlarını doğrudan etkileyen önemli bir sektördür. Türkiye çimento sanayii uzun yıllardır Avrupa'nın en büyük, dünyanın ise önde gelen üreticileri arasında yer almaktadır. 2024 yılında Türkiye'de 85 milyon ton çimento üretimi gerçekleştirilmiş, 84 milyon ton da çimento satışı gerçekleştirilmiştir. Satışların %85'i iç piyasada, %15'i ise dış piyasaya yapılmıştır. Bunun yanında 5,2 milyon ton da klinker ihracatı gerçekleştirilmiştir. Türkiye çimento üretiminin en büyük ihracat müşterisi Amerika Birleşik Devletleri'dir. 2024 yılında yapılan çimento ihracatının %50,6'sı ABD'ye yapılmıştır. ABD'nin ardından %7,3 ile Suriye, %6,8 ile İtalya gelmiştir. Klinker ihracatının %17,3'ü İtalya'ya, %8,7'si Belçika'ya, %6,7'si Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'ne yapılmıştır.

Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği (TÜRKÇİMENTO) tarafından kamuya açık son verilere göre, 2025 yılı Ocak-Eylül döneminde çimento üretiminde, önceki yıla oranla %7,5'lik bir artış yaşanmıştır. Yine 2025 yılı ilk 9 aylık döneminde üretilen çimentonun yaklaşık %16,9'u ihracata konu olmuştur. 2025 yılı Ocak-Eylül döneminde önceki yıla göre iç satışlarda %6,3, çimento ihracatında ise %13,7'lik artış gerçekleşmiştir. Sektör, yaklaşık %9 büyümeye yaşadığı 2024 yılından sonra 2025 yılına da hem iç piyasada hem de ihracatta artış ile başlamıştır. Ancak Şubat ve Mart aylarında, baz etkisi nedeniyle üretim ve iç satışlarda düşüş gerçekleşmiştir. Satışlar Nisan ayında toparlanmıştır. Mayıs ayında tarihin en yüksek iç satış miktarına ulaşılmıştır. Sektör sonraki 4 ayda da büyümeye devam etmiştir. Bölgesel bazda, Marmara ve Ege Bölgelerinde iç satışlarda düşüş yaşanmıştır. Önceki yıl ile karşılaştırmalı olarak 2025 yılı Ocak-Eylül dönemine ilişkin üretim ve satış istatistikleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Uzman Kuruluş Raporu

2025 Yılı Eylül Ayı Verileri										
			Marmara	Ege	Akdeniz	Karadeniz	İç Anadolu	Doğu Anadolu	G.Doğu Anadolu	TOPLAM
ÇİMENTO	Üretim	2024 Devre	14.836.324	5.499.559	15.938.891	5.996.051	10.256.724	5.013.378	5.969.883	63.510.810
		2025 Devre	14.520.351	5.501.404	17.966.228	6.682.723	11.201.290	5.957.138	6.414.566	68.243.700
		%	-2,13	0,03	12,72	11,45	9,21	18,82	7,45	7,45
	İç Satış	2024 Devre	11.462.780	4.351.035	10.722.425	5.514.633	9.971.619	5.165.664	5.679.501	52.867.657
		2025 Devre	10.724.707	3.958.445	12.400.621	5.756.215	10.770.007	6.173.754	6.436.320	56.220.069
		%	-6,44	-9,02	15,65	4,38	8,01	19,52	13,33	6,34
	İhracat	2024 Devre	3.514.775	1.156.641	4.809.266	332.268	17.041	36.437	288.716	10.155.144
		2025 Devre	3.873.271	1.532.862	5.230.946	552.790	105.219	31.756	219.359	11.546.203
		%	10,20	32,53	8,77	66,37	517,45	-12,85	-24,02	13,70
	Toplam Satış	2024 Devre	14.977.555	5.507.676	15.531.691	5.846.901	9.988.660	5.202.101	5.968.217	63.022.801
		2025 Devre	14.597.978	5.491.307	17.631.567	6.309.005	10.875.226	6.205.510	6.655.679	67.766.272
		%	-2,53	-0,30	13,52	7,90	8,88	19,29	11,52	7,53
KLİNKER	Üretim	2024 Devre	13.495.273	5.166.073	15.392.977	5.436.518	9.368.598	4.057.803	5.218.448	58.135.690
		2025 Devre	13.494.193	5.315.825	16.657.042	5.620.572	9.418.462	4.270.809	4.978.924	59.755.827
		%	-0,01	2,90	8,21	3,39	0,53	5,25	-4,59	2,79
	İthalat	2024 Devre			103.800					103.800
		2025 Devre			32.600					32.600
		%			-68,59					-68,59
	İhracat	2024 Devre	924.882	731.602	1.286.520	564.267	0	162.625	121.359	3.791.255
		2025 Devre	1.686.602	850.690	1.508.385	621.781	122.460	69.381	218.553	5.077.852
		%	82,36	16,28	17,25	10,19		-57,34	80,09	33,94

Bu veriler, Türk çimento sektörünün 2025 yılının ilk dokuz aylık döneminde önceki yıla göre hem üretim hem de satışlar açısından büyüme eğiliminde olduğunu göstermektedir. Üretim artışı iç talebe paralel devam ederken, ihracat kanalı da önemli bir büyüme kaynağı olmaya devam etmektedir. Diğer bölgelerin aksine Marmara ve Ege Bölgesi'nde sınırlı gerileme söz konusudur. Bu bölgelerde iç piyasadaki daralma ihracat ile telafi edilmiştir.

Batıçim Grubu'nun (Batıçim ve Batisöke çimento fabrikaları olarak) 2025 yılı Ocak-Eylül döneminde çimento üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,5 azalışla 2,4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Toplam çimento satışları ise önceki yılın aynı dönemine göre %2,6 azalarak 2,5 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. İç piyasa satışları %18,5 gerileme ile 1,6 milyon ton, ihracat ise %49,6 artışla 0,9 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Önceki yıl %23,3 olan çimento ihracatının çimento satışlarındaki payı 2025'te %35,9 olmuştur. Klinker ihracatında da önceki yıla göre %46,2 artış yaşanmış ve 0,8 milyon ton klinker ihracatı gerçekleştirilmiştir.

Batıçim Grubu'nun (Batıçim ve Batisöke çimento fabrikaları olarak) 2025 yılı Ocak-Aralık dönemine bakıldığında çimento üretimi bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,9 azalışla 3,3 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Toplam çimento satışları ise önceki yılın aynı dönemine göre %1,8 azalarak 3,4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. İç piyasa satışları %13,1 gerileme ile 2,3 milyon ton, ihracat ise %32,2 artışla 1,1 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Önceki yıl %25 olan çimento ihracatının çimento satışlarındaki payı 2025'te %33,6 olmuştur. Klinker ihracatında da önceki yıla göre %93 artış yaşanmış ve 1,1 milyon ton klinker ihracatı gerçekleştirilmiştir.

Batıçim çimento grubunun çimento satışlarının bir kısmı bağlı ortaklık olan hazır beton üreticisi Batıbeton'a yapılmaktadır. 2025 yılı Ocak-Aralık döneminde Batıbeton'a 551 bin ton çimento satışı gerçekleştirilmiştir. Bu geçen yıla göre %11,4 azalışı ifade etmektedir. Batıbeton bu dönemde 1,7 milyon metreküp hazır beton satışı gerçekleştirmiştir. Bu geçen yılın 1,9 milyon metreküp satışına göre %12,3 azalışı ifade etmektedir. Hazır beton Ege Bölgesi'nde satışa sunulmaktadır. Batıbeton yıllık 4,5 milyon metrekübün üzerinde hazır beton üretim kapasitesine sahiptir. Türkiye Hazır Beton Birliği tarafından yayınlanan 2024 Hazır Beton Sektör Raporu'na göre 2024 yılı, küresel ve ulusal ekonomik dalgalanmaların, faiz oranlarının ve enflasyonist baskıların etkisiyle şekillenen bir dönem olmuştur. Özellikle inşaat sektörü, finansmana erişim, maliyet

Uzman KuruluŖ Raporu

artışları ve konut talebindeki değişiklikler gibi faktörlerden doğrudan etkilenmiştir. İnşaat sektörünün 2018-2022 yılları arasındaki küçülme süreci 2023 ve 2024 yıllarında nihayet sona ermiş ve 2024 yılında %9,3'lük kayda değer bir büyüme gerçekleşmiştir. Ancak son yıllarda inşaat sektörünün GSYİH içindeki payı %5 seviyelerinde olup 2017 yılındaki %8,5'luk zirvesinden hâlen uzaktır. 2023 yılında yaşanan büyük depremler sonrasında, 2024 yılı inşaat sektörü için yeniden yapılanma ve kentsel dönüşüm açısından kritik bir yıl olmuştur. Depremden etkilenen bölgelerde devam eden yoğun inşaat faaliyetleri, hazır beton sektörüne büyük bir ivme kazandırmış, özellikle bölgedeki beton üretimi ve sevkiyatında ciddi bir artış yaşanmıştır. Bununla birlikte, lojistik ve ham madde tedarik süreçlerinde zorluklar ortaya çıkmış, maliyetlerin kontrol altında tutulması büyük bir gereklilik hâline gelmiştir. 2024 yılı boyunca yürütölen afet sonrası yeniden inşa projeleri, sektörün toplam büyüme oranına önemli bir katkı sağlamıştır. Hazır beton sektörü; 2023 yılı verilerine göre 200 milyar Türk lirasına yaklaşan cirosu, 45 bini aşan istihdam hacmi ve yıllık 119 milyon metreküplük üretimiyle Türkiye ekonomisi ve inşaat sektörü açısından çok önemli bir yerde durmaktadır. Sektör, 2024 yılında da büyümeye devam etmiştir. Türkiye, hazır beton üretiminde 2009 yılından bu yana Avrupa'nın lideri konumundadır. Türkiye Hazır Beton Birliği tarafından yapılan sektör araştırması sonucunda hazır beton sektörünün 2024 yılında %9,2 oranında bir büyüme gerçekleştirdiği tahmin edilmektedir. Özellikle 2023 yılındaki depremlerden etkilenen Akdeniz, Doğu Anadolu ve Güneydoğu Anadolu Bölgelerinde inşaat faaliyetlerinin yoğunluğu hazır beton sektörüne olumlu yansımaktadır. Ege Bölgesindeki zayıf seyir 2024 yılında da devam etmiştir. 2024 yılında bölgedeki hazır beton üretiminin önceki yıla oranla -%2 ila %1 arasında değişim gösterdiği öngörülmektedir. TOBB verilerine göre Ege Bölgesi'nde hazır beton üretim kapasitesi 33,6 milyon metreküptür. Bu değer Türkiye'nin toplam hazır beton üretim kapasitesinin %13'üne karşılık gelmektedir. Marmara Bölgesi ve Karadeniz Bölgesi durağan bir yıl geçirmiştir. İç Anadolu Bölgesinde büyüme, Türkiye ortalamasının altında kalmakla beraber pozitif seviyede kalmıştır. Sonuç olarak 2024 yılında Türkiye genelinde hazır beton sektörünün büyümesinde depremden etkilenen bölgelerdeki faaliyetlerin etkisi oldukça yüksek olmuştur.

Faaliyet konusu liman işletmeciliği olan Batılıman İzmir'in Aliağa ilçesi Nemrut Körfezi'nde hizmet vermektedir. şirket; dökme yük, genel kargo, proje kargo, tehlikeli yük ve tehlikesiz sıvı yüklerin elleçlenmesi ile farklı seçeneklerde sunulan depolama ve lojistik imkânları sayesinde bölgeye değer katmaktadır. Ayrıca barınma, atık alım, su ikmali gibi yardımcı hizmetler de liman bünyesinde verilmektedir. şirket, yıllık 6 milyon ton elleçleme kapasitesi ile bölgedeki önemli lojistik merkezlerden biridir. Limanda 21 adet kapalı antrepo bulunmakta olup, 10.500 m² gümrüksüz kapalı depo, 4.500 m² gümrüklü kapalı depo ve toplamda 26.630 m² kapalı A Tipi Genel Antrepo ile güçlü bir depolama altyapısına sahiptir. Bu olanaklar sayesinde geri besleme hizmetlerinde de yüksek kapasite ve verimlilik sunulmaktadır. Sunulan tüm hizmetler, haklar içerisinde bulunan ve 2041 yılına kadar geçerli 49 yıl kullanım süreli "Liman İşletme Ruhsatı" kapsamında verilmektedir. 2025 Ocak-Aralık döneminde 1,5 milyar TL satış gerçekleştirilmiştir. Satışların %76,6'sı elleçleme, %12,3'ü terminal hizmeti, %5,7'si depolama ve kalan kısmı da diğer hizmet gelirlerinden oluşmaktadır. 2025 yılı elleçleme miktarı önceki yıla göre %6,6 artarak 5.078.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye Liman İşletmecileri Derneği (TÜRKLİM)'nin yayımlamış olduğu Türkiye Limancılık Sektörü 2025 Raporu'na göre deniz taşımacılığının en önemli altyapısını oluşturan limanlar, ulusal ve uluslararası ölçekte yaşanan ekonomik, siyasi ve sosyal gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Emniyet ve güvenlik kaygılarının arttığı dönemlerde sadece taşınan yük motifi ve miktarı değil ticaret rotaları da değişmektedir. 2024 yılı gerek liman sayısı gerekse toplam liman kapasitesi açısından değişimin yaşanmadığı bir yıl olmuştur. Bununla beraber limanlardaki yük artışı sınırlı da olsa devam etmiştir. Yük artışına bağlı olarak kapasite kullanım oranlarının artması, buna karşın liman işletmecilerinin yatırım iştahının azalması, kısa-orta vadede arz talep dengesinin bozulmasına neden olabilecektir. Tersaneler ve Kıyı Yapıları Genel Müdürlüğü verilerine göre Türkiye'de deniz ticaretine hizmet veren (iskele, şamandıra, dolfen ve platform formunda) 217 adet kıyı tesisi vardır. Söz konusu kıyı tesislerinin 194 adedi faal olarak uluslararası deniz taşımacılığına hizmet vermektedir. Söz konusu kıyı tesislerinin yaklaşık %45'ine karşılık gelen 87 adedi Marmara Bölgesi'nde, %25'ine karşılık gelen 49 adedi Akdeniz Bölgesi'nde, %17'sine karşılık gelen 32 adedi Karadeniz Bölgesi'nde ve %13'üne karşılık gelen 26 adedi ise Ege Bölgesi'ndedir. İl bazında bakıldığında ise faal olarak deniz ticaretine hizmet veren tesislerin 35 adedi Kocaeli ilinde bulunmaktadır. İkinci sırada yer alan Hatay ilinde 20, İzmir ilinde 18 adet ve İstanbul ilinde 17 adet değişik özellikte ve büyüklükte liman bulunmaktadır. Türkiye limanlarında 2024 yılında elleçlenen toplam yük miktarı bir önceki yıla kıyasla 10,6 milyon ton artış göstererek

Uzman Kuruluş Raporu

531 tona ulaşmıştır. Rapora göre, söz konusu dönemde limanlarda gerçekleştirilen toplam yükleme miktarı 6,4 milyon ton artarken, toplam boşaltma miktarı ise 4,2 milyon tonluk artış kaydetmiştir. 2015–2024 dönemine ilişkin veriler incelendiğinde, limanlarda yüklenen yük miktarının 177 milyon tondan 224 milyon tona yükseldiği; aynı dönemde boşaltılan yük miktarının ise 239 milyon tondan 307 milyon tona çıktığı görülmektedir.

Batıçim Enerji Toptan Satış A.Ş. 2025 yılından itibaren sadece grup şirketlerine satış yaptığı için konsolide gelirlere bir katkısı bulunmamaktadır. Kovada I ve Kovada II HES 2011 yılında Batıçim Enerji Elektrik Üretim A.Ş. bünyesine katılmıştır. Kovada I ve Kovada II Hidroelektrik Santralleri ile yılda ortalama 100 milyon kWh elektrik üretilmektedir. Kovada 1 Hidroelektrik Santrali, Isparta ili Eğirdir ilçesinde yer almakta olup 8,25 MW kurulu güce ve yıllık ortalama 8.000.000 kWh elektrik üretim kapasitesine sahiptir. Türkiye'nin 814'üncü, Isparta'nın ise 6'ncı büyük enerji santrali konumundadır. Kovada 1, 6.500 konutun elektrik ihtiyacını karşılayabilecek üretim kapasitesine sahiptir ve işletme hakkı 2060 yılına kadar Batıçim Enerji Toptan Satış A.Ş.'de bulunmaktadır. Kovada 2 Hidroelektrik Santrali, Isparta ili Eğirdir ilçesinde yer almakta olup 51,2 MW kurulu güce ve yıllık ortalama 50.000.000 kWh elektrik üretim kapasitesine sahiptir. Türkiye'nin 235'inci, Isparta'nın ise 3'üncü büyük enerji santrali olan Kovada 2, yaklaşık 40.000 konutun elektrik ihtiyacını karşılayacak üretim kapasitesine sahiptir. Santralin işletme hakkı 2060 yılına kadardır.

T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı verilerine göre, 2025 yılı aralık ayı sonu itibarıyla Türkiye'nin toplam elektrik kurulu gücü 122.519 MW seviyesine ulaşmıştır. Söz konusu tarih itibarıyla kurulu gücün kaynaklara göre dağılımı; %26,4 hidrolik enerji, %19,6 doğal gaz, %18 kömür, %12,1 rüzgâr, %20,5 güneş, %1,4 jeotermal ve %2,1 diğer kaynaklar şeklindedir. Aynı dönem itibarıyla, Türkiye genelinde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı (lisanssız santraller dâhil) 39.697'ye yükselmiştir. Mevcut santrallerin 773'ü hidroelektrik, 69'u kömür, 395'i rüzgâr, 68'i jeotermal, 350'si doğal gaz, 37.629'u güneş enerjisi ve 413'ü diğer kaynaklara dayalı santrallerden oluşmaktadır. Türkiye'nin elektrik enerjisi tüketimi, 2025 yılında bir önceki yıla göre %2,1 oranında artarak 360,9 TWh, elektrik enerjisi üretimi ise %2,4 artışla 362,9 TWh olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmaları kapsamında yapılan projeksiyonlara göre, elektrik tüketiminin 2030 yılında 455,3 TWh 'ye, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması öngörülmektedir.

b) Devrolunan Şirket: Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

Maden Sektörü

Türkiye madencilik sektörü, 2024 yılı itibarıyla yaklaşık 6 Milyar USD ihracat hacmine ulaşmış olup, Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYH) içindeki payı %1,3 seviyesindedir. Gelişmiş madencilik ekonomilerindeki (Kanada, Avustralya) %10-12'lik pay dikkate alındığında, Türkiye pazarı yüksek büyüme potansiyeli (high-growth potential) taşımaktadır. Ülke, küresel tedarik zincirinde özellikle Bor, Feldspat, Krom ve Doğal Taş alanlarında lider veya lider adayı konumundadır.

Türkiye, Asya ve Avrupa arasındaki köprü konumuyla, Çin'in "Kuşak ve Yol" girişimi ile Avrupa Birliği'nin "Kritik Hammaddeler Yasası" (Critical Raw Materials Act) arasında stratejik bir denge unsuru oluşturmaktadır. Rusya-Ukrayna savaşı sonrası değişen ticaret rotaları, Türkiye'yi AB için en güvenilir, düşük maliyetli ve lojistik açıdan avantajlı hammadde tedarikçisi haline getirmiştir.

Türkiye madencilik sektörü, sadece bir hammadde kaynağı değil, entegre sanayi altyapısı sayesinde bir ***Üretim ve İhracat Üssü***dür. Yatırımcılar için temel değer önerisi; düşük operasyonel maliyetler (OPEX), gelişmiş lojistik altyapı ve Batı pazarlarına gümrüksüz erişim (Gümrük Birliği) avantajlarının birleşimidir.

Aşağıdaki tablo, Türkiye'nin kritik maden varlıklarının stratejik önemini özetlemektedir:

Uzman Kuruluş Raporu

Emtia	Küresel Rezerv Sıralaması	10 Yıllık Üretim Trendi	İhracat Bağımlılığı	Stratejik Önem Skoru (1-10)	Kullanım Alanı
Bor	1. (%73)	↗ Artış (Katma Değerli)	Yüksek	10	Enerji, Savunma, Tarım
Nadir Toprak E.	2. (Potansiyel)	→ Geliştirme Aşaması	Düşük (Henüz)	9.5	EV Motorları, Savunma
Krom	İlk 5	→ Yatay	Yüksek	8.5	Paslanmaz Çelik
Altın	Avrupa Lideri	↗ Güçlü Artış	Düşük (İç Talep)	9	Finansal Hedge
Bakır	Bölgesel Lider	↗ Artış	Orta	9	Elektrifikasyon, İletişim
Mermer	1. (Blok/İşlenmiş)	↘ Miktar / ↗ Değer	Çok Yüksek	6	İnşaat
Lityum	Gelişmekte	↗ Pilot Üretim	-	9.5	Batarya Teknolojileri

- Bor: Eti Maden tekelindedir. Ancak uç ürün (Bor Karbür, Ferrobor) tesislerinde teknoloji transferi ve JV fırsatları mevcuttur.
- Altın: Türkiye, Tethyan Metal Kuşağı üzerinde yer almakta olup, henüz keşfedilmemiş potansiyeli yüksektir. Yıllık üretim 40 ton seviyelerindedir ancak hedef 100 tondur.
- Kritik Mineraller (NTE & Lityum): Eskişehir-Beylikova sahası, dünyanın en büyük ikinci Nadir Toprak Elementi (NTE) rezervi olarak tanımlanmaktadır. Bu saha, Çin tekeline karşı Batı dünyası için en kritik alternatiftir.

Yatırımcılar için en büyük marj genişlemesi (margin expansion), hammadde ihracatı yerine yerel işleme tesislerine yatırımdan geçmektedir.

Bölge	Kaynak Odaklanması	Altyapı & Lojistik
Ege	Altın, Mermer, Linyit, Feldspat	Mükemmel (İzmir/Çandarlı Limanları)
Doğu Karadeniz	Bakır, Çinko, Altın	Zorlu Arazi, Limanlar Mevcut
İç Anadolu	Nadir Toprak E., Demir, Bor	Demiryolu Ağı Güçlü
Güneydoğu	Fosfat, Petrol, Bakır	Gelişmekte
Marmara	Bor, Altın, Endüstriyel Min.	Sanayi Entegrasyonu

Türkiye Maden Kanunu, yatırımcı dostu bir yapıya evrilmektedir. 2025 yılında yapılan düzenlemelerle, "Stratejik Madenler" için ÇED (Çevresel Etki Değerlendirmesi) süreçlerinde hızlı yol (fast-track) uygulaması getirilmesi hedeflenmektedir.

Uzman Kuruluş Raporu

2. Raporun Amacı ve Sınırlayıcı Koşullar

2.1. Raporun Amacı

Bu değerlendirme çalışması, Şirketler'in yetkililerinin sağladığı verileri baz alarak Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii (Batıçim) ve Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş.'nin (Çiftay) sahip olabileceği piyasa değeri dikkate alınarak Çiftay'ın Batıçim çatısı altında birleşmesine ("İşlem") ilişkin hisse değişim oranları hakkındaki görüşümüzü yansıtmakta olup, burada yer alan tahminler, beklentiler veya diğer bilgilerin makul olması veya başarısı konusunda hiçbir beyan verilmemiştir ve verilmeyecektir ve bu konuda herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir. Bu değerlendirme çalışmasının kullanılması sonucunda doğabilecek olan doğrudan veya dolaylı zararlardan şirketimiz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır. Bu rapor, değerlemesi yapılan şirketler ile ilgili ihtiyaç duyulabilecek bütün verileri içeriyorsa kabul edilmemelidir.

2.2. Bilgi Kaynakları ve Değerleme Tarihi

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş finansal veriler ve projeksiyonlar Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanmıştır. Geçmiş finansal veriler olarak, Taraflar için SPK'nın finansal raporlama hükümlerine uygun olarak ve TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış 31.12.2025 itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar kullanılmıştır. Batıçim ve Çiftay projeksiyonlarına baz olan iş planları 2026-2036 yıllarını kapsamaktadır.

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

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

Değerleme tarihi olarak SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 6. maddesi çerçevesinde 24 Şubat 2026 belirlenmiştir.

2.3. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu Değerleme Raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in (III-62.1) 3. Maddesinin 1. Fıkrası uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmış olup, Türkiye Değerleme Uzmanlar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulmuştur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar Şirketlere'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme süreci, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.

Uzman Kuruluş Raporu

- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Değerleme işi ile ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut Değerleme Raporu'nda yer alan diğer bağımsız objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Batıçim ve Çiftay yönetimleri tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemede kullanılan verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve bağlı ortaklıklarının Batıçim Batı Anadolu Çimento A.Ş. ve Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ile herhangi bir hizmet veya sermaye bağlantısı yoktur. Tarafımızca hazırlanmış işbu Uzman Kuruluş Raporu, her iki şirket ile de ayrı ayrı düzenlenmiş 11.02.2026 tarihli değerlendirme sözleşmelerine dayanmaktadır.

2.4. Sınırlayıcı Koşullar

Bu rapor, Şirketler'in değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Raporda kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış veya talebimiz üzerine Şirketler tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu konuda herhangi bir taahhütte bulunamamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar Değerleme Raporu'nda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması kapsamında Şirketler'in aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme çalışmasında kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış veya talebimiz üzerine Şirketler tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar Uzman Kuruluş Raporu'nda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilirliği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketler'in faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirketler'in ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirketler'in yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Şirketler'in Yönetimleri tarafından sağlanan projeksiyonları esas almış olup, Şirketler'in ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.
- Şirketler tarafından sağlanan projeksiyonlar Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketler'in geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.
- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan

Uzman Kuruluş Raporu

fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirketler tarafından Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.

- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirketler'in değeri üzerinde etkili olabilecektir.
- 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 fiyatıdır.

2.5. Sorumluluk Beyanı

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

3. Finansal Bilgiler

3.1. Batıçim Batı Anadolu Çimento A.Ş. - Bilanço

Bin TL	31.12.2025	31.12.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	212.129	427.891
Finansal Yatırımlar	-	296
Ticari Alacaklar	2.739.776	3.239.900
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>162.828</i>	<i>196</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>2.576.948</i>	<i>3.239.704</i>
Diğer Alacaklar	19.635	14.804
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>7.097</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>12.538</i>	<i>14.804</i>
Stoklar	1.527.470	1.539.291
Peşin ödenmiş giderler	205.316	281.540
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	4.715	56.195
Diğer dönen varlıklar	476.600	428.049
Toplam Dönen Varlıklar	5.185.641	5.987.966
Finansal yatırımlar	5	13
Diğer Alacaklar	23.990	20.572
Maddi duran varlıklar	27.533.222	27.872.248
Kullanım hakkı varlıkları	477.642	559.269
Maddi olmayan duran varlıklar	1.556.642	1.523.923
Peşin ödenmiş giderler	52.694	26
Ertelenmiş vergi varlıkları	744.094	449.118
Toplam Duran Varlıklar	30.388.294	30.425.169
Toplam Varlıklar	35.573.935	36.413.135
Kısa vadeli borçlanmalar	382.032	1.231.582
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	1.483.503	1.408.515
Kiralamadan doğan borçlar	43.503	49.569
Ticari Borçlar	2.761.125	2.370.834
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>15.467</i>	<i>3.607</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>2.745.658</i>	<i>2.367.227</i>
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	94.445	76.712
Diğer borçlar	36.020	34.168

Uzman Kuruluş Raporu

Ertelenmiş Gelirler	177.150	130.134
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	6.178
Kısa vadeli karşılıklar	24.094	21.211
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	73.240	47.172
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	5.075.112	5.376.075
Uzun vadeli borçlanmalar	3.661.239	3.817.433
Diğer finansal yükümlülükler	148.639	228.540
Uzun vadeli karşılıklar	340.085	312.816
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>248.659</i>	<i>221.089</i>
<i>diğer uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>91.426</i>	<i>91.727</i>
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	1.574.328	1.582.068
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	5.724.291	5.940.857
Toplam Yükümlülükler	10.799.403	11.316.932
Özkaynaklar	24.774.532	25.096.203
Toplam Kaynaklar	35.573.935	36.413.135

3.2. Batıçim Batı Anadolu Çimento A.Ş. - Gelir Tablosu

Bin TL	31.12.2025	31.12.2024
Hasılat	14.289.483	17.592.197
Satışların Maliyeti	(12.849.997)	(15.504.828)
Brüt Kar	1.439.486	2.087.369
Genel Yönetim Giderleri	(726.902)	(644.531)
Pazarlama Giderleri	(662.063)	(759.077)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	292.851	557.343
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(432.006)	(503.748)
Esas faaliyet karı	(88.634)	737.356
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	73.283	254.019
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(30.285)	(10)
Finansman geliri (gideri) öncesi faaliyet karı	(45.636)	991.365
Finansman gelirleri	67.264	93.046
Finansman giderleri	(2.097.281)	(2.521.450)
Net parasal kazanç	1.678.600	1.889.318
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	(397.053)	452.279
Dönem vergi (gideri) geliri	(101.791)	(255.127)
Ertelenmiş vergi (gideri) geliri	288.087	(28.649)
Sürdürülen faaliyetler dönem karı	(210.757)	168.503
Kontrol gücü olmayan paylar	18.000	139.686
Ana ortaklık payları	(228.757)	28.817
Pay başına kazanç	(0,041)	0,002
Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları (azalışları)	(73.635)	1.614.414
Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları (azalışları), vergi etkisi	(7.133)	(307.451)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları (kayıpları)	8.095	75.785
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları (kayıpları), vergi etkisi	(2.024)	(18.947)
Diğer kapsamlı gelir	(74.697)	1.363.801
Toplam kapsamlı gelir	(285.454)	1.532.304

3.3. Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. – Bilanço

31.12.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda sunulmaktadır.

TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	720.384.423	909.590.453	748.903.581
Ticari Alacaklar	2.434.392.237	1.097.937.951	1.068.300.182
Diğer Alacaklar	382.685.651	109.190.925	96.066.559
Stoklar	189.285.511	158.526.812	137.836.080
Peşin Ödenmiş Giderler	310.718.064	232.730.282	214.369.035
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.907.865	638.282.766	4.523.865
Diğer Dönen Varlıklar	115.598.230	104.176.864	114.541.628
Toplam Dönen Varlıklar	4.854.344.036	3.243.945.793	2.435.536.905
Diğer Alacaklar	1.844.159	2.234.990	2.044.536
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	10.746.578.060	11.357.648.357	11.475.680.414
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	809.819.522	567.310.109	519.410.777
Maddi Duran Varlıklar	11.569.143.175	10.361.502.864	7.916.350.141
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	377.529.898	598.134.344	2.672.846.876
Peşin Ödenmiş Giderler	1.230.598	1.091.924	921.670
Ertelenmiş Vergi Varlığı	335.377.036	269.054.506	357.567.091
Toplam Duran Varlıklar	24.838.523.449	24.247.292.208	20.879.952.805
TOPLAM VARLIKLAR	29.706.914.739	27.491.237.895	23.315.489.314
Kısa Vadeli Borçlanmalar	972.666.410	223.312.380	1.171.101.466
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV Kısım	7.404.143.060	4.774.497.331	6.548.683.937
Diğer Finansal Yükümlülükler	457.136.833	649.066.267	-
Ticari Borçlar	1.243.449.810	1.012.233.760	848.384.595
Diğer Borçlar	113.285.067	104.754.186	825.760.200
Ertelenmiş Gelirler	40.619.656	91.071.070	143.105.276
Kısa Vadeli Karşılıklar	54.218.455	64.477.624	76.265.812
Diğer KV Yükümlülükler	517.821.777	66.591.320	156.814.065
Toplam KV Yükümlülükler	8.802.720.348	4.663.593.690	5.256.195.102
Uzun Vadeli Borçlanmalar	17.611.079	6.774.210.441	5.022.648.917
Diğer Borçlar	41.620	347.658.000	367.268.000
Uzun Vadeli Karşılıklar	204.038	315.311.661	107.481.360
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	7.475.608.131	7.089.522.102	8.652.164.823
Toplam UV Yükümlülükler	7.475.608.131	7.089.522.102	8.652.164.823
Toplam Yükümlülükler	16.378.611.159	11.752.882.120	12.201.327.332
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13.384.118.845	15.384.826.274	10.828.393.537
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	53.184.735	353.529.501	285.768.445
Toplam Özkaynaklar	13.437.303.580	15.738.355.775	11.114.161.982
Toplam Kaynaklar	29.706.914.739	27.491.237.895	23.315.489.314

Çiftay'ın 20.02.2026 tarihinde aldığı bölünme kararına istinaden bu bölünmelerin Çiftay finansallarına etkisini gösteren 31.12.2025 proforma finansal tabloları aşağıdaki gibidir.

Uzman Kuruluş Raporu

TL	31.12.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	736.945.691
Ticari Alacaklar	1.048.438.427
<i>İlişkili Taraflar</i>	80.302.678
<i>İlişkili olmayan taraflar</i>	968.135.749
Diğer alacaklar	110.592.784
<i>İlişkili taraflar</i>	63.066.559
<i>İlişkili olmayan taraflar</i>	47.526.225
Stoklar	131.811.057
Peşin ödenmiş giderler	248.381.524
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	3.528.180
Diğer dönen varlıklar	60.866.688
Toplam Dönen Varlıklar	2.340.564.351
Diğer alacaklar	2.043.911
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	2.924.934.268
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	519.114.077
Maddi duran varlıklar	6.271.015.021
Maddi olmayan duran varlıklar	166.114.820
Peşin ödenmiş giderler	921.670
Ertelenmiş vergi varlığı	557.142.915
Diğer duran varlıklar	357.567.091
Toplam Duran Varlıklar	10.798.853.773
Toplam Varlıklar	13.139.418.124
Kısa vadeli borçlanmalar	1.171.101.466
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	1.429.985.436
Diğer finansal yükümlülükler	-
Ticari borçlar	834.626.554
<i>İlişkili taraflar</i>	190.244.623
<i>İlişkili olmayan taraflar</i>	644.381.931
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	196.821.734
Diğer borçlar	825.760.200
<i>İlişkili taraflar</i>	373.594.924
<i>İlişkili olmayan taraflar</i>	452.165.276
Ertelenmiş gelirler	351.437.320
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-
Kısa vadeli karşılıklar	68.955.381
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	78.397.769
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.957.085.860
Uzun vadeli borçlanmalar	2.700.889.303
Diğer borçlar	624.910.380
<i>İlişkili taraflar</i>	624.910.380
Ertelenmiş gelirler	445.620.333
Uzun vadeli karşılıklar	305.043.228
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.076.463.244
Ödenmiş sermaye	2.500.000.000
Özkaynaklar	4.105.869.020
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	13.139.418.124

Uzman Kuruluş Raporu

3.4. Çiftay İnşaat Taahhüt ve Ticaret A.Ş. - Gelir Tablosu

31.12.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda sunulmaktadır.

TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Hasılat	18.490.891.386	20.761.202.197	9.025.445.340
Satışların Maliyeti	(17.023.607.309)	(18.222.618.266)	(8.370.489.727)
Brüt Kar	1.377.284.077	2.538.583.931	654.955.613
Genel Yönetim Giderleri	(1.068.743.190)	(1.715.319.382)	(348.431.747)
Pazarlama Giderleri	(48.858.495)	(64.532.661)	(57.071.311)
Esas Faaliyet Diğer Giderleri	(516.601.587)	(42.864.901)	(283.311.405)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	743.080.805	1.989.042.987	(33.859.850)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	248.711.845	124.533.429	135.830.308
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(192.027.996)	(85.909.430)	(175.489.126)
Özkaynak Yöntemi K/Z Payları	162.397.996	28.284.440	(108.091.573)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z	962.162.650	1.835.950.030	(181.610.241)
Finansman Gelirleri	498.352.115	509.492.090	109.710.549
Finansman Giderleri	(2.486.087.811)	(2.532.108.417)	(2.053.724.798)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi K/Z	2.879.873.054	892.569.703	(94.624.489)
Vergi Gideri	(2.079.209.807)	(289.205.830)	(1.089.500.000)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem K/Z	4.963.701.514	597.038.480	(1.184.124.789)
Dönem Karı/Zararı	4.963.701.514	597.038.480	(1.184.124.789)

Çiftay'ın 20.02.2026 tarihinde aldığı bölünme kararına istinaden bu bölünmelerin Çiftay finansallarına etkisini gösteren 31.12.2025 proforma gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

bin TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Hasılat	18.271.603	20.702.858	8.686.813
Satışların Maliyeti (-)	(16.935.918)	(18.101.486)	(8.151.203)
Brüt Kar (Zarar)	1.335.685	2.601.372	535.610
Genel Yönetim Giderleri (-)	(21.901)	(24.585)	(24.850)
Pazarlama Giderleri (-)	(401.141)	(409.527)	(314.296)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	583.343	899.306	255.747
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(555.180)	(791.304)	(259.420)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	940.806	2.275.262	192.792
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	187.264	44.471	331.500
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(42.799)	(101.998)	(134.454)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından (zararlarından) paylar	292.957	44.332	29.286
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	1.378.228	2.262.068	419.124
Finansman Giderleri	487.103	514.999	98.133
Finansman Gelirleri	(4.804.701)	(2.758.964)	(2.535.196)
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	6.626.249	48.355	4.128.700
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	3.686.879	66.458	2.110.760
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	2.009.426	(201.988)	457.341
Dönem Karı (Zararı)	5.696.305	(135.530)	2.568.101

4. Değerleme

Şirketler'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Uzman Kuruluş Rapor'unun 2. bölümünde yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

4.1. Değerleme Yöntemleri

İşlem'e ilişkin birleşme oranı ve hisse değişim oranlarının belirlenebilmesi amacıyla hazırlanan işbu Uzman Kuruluş Raporu'nda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen aşağıdaki değerlendirilmiştir.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Yöntemi

Uzman Kuruluş Raporu

- Borsa İstanbul'da Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Borsa Yaklaşımı

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, işletmelerin ve işletmelerdeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören, Batıçim ve Çiftay'ın sahip olduğu iş kolları ile benzer faaliyet alanı ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat ve kamuya açıkladıkları finansal verilerin kullanılması uygun bulunmuştur. Değerleme çalışması kapsamında, Batıçim ve Çiftay için benzer şirketler çarpanları baz alınarak FD/FAVÖK ve F/K yöntemleri dikkate alınmıştır. Batıçim'in 31.12.2025 tarihli bağımsız denetim raporunda sunulan 31.12.2025 tarihli net kar rakamlarına göre hesaplanan F/K çarpanı değeri anlamlı bir sonuç vermemektedir.

FD/Satışlar çarpanı öncelikli olarak nihai tüketiciye yönelik ürün geliştiren/satış gerçekleştiren; satış hacminin pazar payı kazanımının önemli bir performans kriteri olduğu sektörler (e-ticaret, perakende gibi) veya henüz faaliyet karı yaratmayan şirketlerin operasyonlarının değerlendirilmesi için uygun bir yöntem olduğu düşünülmektedir. Batıçim ve Çiftay, faaliyet karlılığının öne çıktığı sektörlerde bulunması sebebiyle FD/Satış çarpanının, Şirketler'in faaliyet karlılığını ve nakit yaratma kabiliyetini doğru olarak yansıtmaması sebebiyle Piyasa Çarpanları Analizi'nde dikkate alınmamıştır.

PD/DD çarpanı ve net aktif değeri öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi finansal kuruluşlar ve varlık ağırlıklı şirketlerin değerlendirilmesi için daha uygun olduğundan, Batıçim ve Çiftay gibi ilgili sektörlerle yönelik ürün/hizmet işleyen/satan ve maden taahhüt işleri gerçekleştiren şirketler için önemli olan faaliyet karlılığını dikkate almadığı için uygun değerlendirme yöntemi olarak kabul edilmemiştir.

FD/FAVÖK çarpanları için 5'ten küçük ve 40'dan büyük, FD/Satışlar çarpanları için 0,5'ten küçük ve 5'ten büyük, F/K çarpanları için 5'ten küçük 40'dan büyük ve PD/DD çarpanları için 0,5'ten küçük 5'ten büyük çarpanlar uç değer kabul edilip medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

Net Finansal Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar ("FAVÖK")

FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK

FD / Satışlar = Firma Değeri / Satışlar

F/K = Fiyat Kazanç

PD / DD = Piyasa Değeri / Defter Değeri

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Şirket faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının belirlenen indirgeme oranı ile günümüze indirgenmesi dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer hesaplanmaktadır. Söz konusu nakit akımları, projeksiyon dönemi ve uç değer olarak iki ayrı dönemden oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgendikten sonra bulunan değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile

Uzman Kuruluş Raporu

yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

4.2. Değerleme Analizi

4.2.1. Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında; Piyasa Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Borsa Yaklaşımı olmak üzere **3 yöntem** dikkate alınmıştır.

Batıçım ve Çiftay özelinde dikkate alınan ve değerlendirme çalışması için uygun bulunan yöntemlere ilişkin açıklamalar aşağıdaki gibidir.

a) Piyasa Yaklaşımı

Batıçım için 31.12.2025 tarihli denetim raporu ve Çiftay için bölünmüş proforma mali tablolar üzerinden, *4.1 Değerleme Yöntemleri, Piyasa Çarpanları Analizi* bölümünde detayları anlatıldığı üzere, ilgili emsal şirketler dikkate alınarak piyasa yaklaşımına değerlendirme çalışmasında yer verilmektedir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında Batıçım için FD/FAVÖK çarpanlarına ağırlık verilmiştir.

Çiftay için ise FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına ağırlık verilmiştir.

b) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Batıçım ve Çiftay değerlendirme çalışmaları kapsamında Şirketler'in operasyonlarından nakit yaratma kabiliyetlerini yansıtmak adına İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine yer verilmiştir.

c) Borsa Değeri Yaklaşımı

Batıçım'ın halka açık olması ve B Grubu imtiyazsız paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak değerlendirme tarihi itibarıyla güncel dönemi yansıtmak amacıyla son 1 aylık ortalama ağırlıklı fiyatlarıyla Batıçım'ın piyasa değeri tespit edilmiştir.

4.2.2. Batıçım Değerlemesi

4.2.2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıttak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir. Gelir Tahminleri bölümünde, 2023-2025 yılları için sunulan iş planları parametreleri Yönetim Raporlaması verilerine dayanmaktadır.

Makroekonomik Beklentiler

%	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
USD Enflasyon	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

%	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
TL Enflasyon - Dönem Sonu	24,1%	18,4%	17,1%	14,9%	13,0%	11,4%	10,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%
TL Enflasyon - Ortalama	27,5%	21,3%	17,8%	16,0%	14,0%	12,2%	10,7%	10,0%	10,0%	9,0%	8,0%

Kaynak: TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi / Şubat 2026

Uzman Kuruluş Raporu

Gelir Tahminleri:

Çimento Fabrikası – Söke:

bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Yurt İçi Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	1.571	1.464	1.309	1.705	1.800	2.050	2.050	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650
Yurt İçi Ortalama Çimento Satış Fiyatı, USD/Ton	59,9	52,6	54,8	53,0	56,2	58,3	58,2	57,4	58,5	59,7	60,9	62,1	63,3	64,6
Yurt İçi Çimento Geliri	94.100	77.059	71.676	90.372	101.122	119.531	119.308	94.667	96.560	98.492	100.461	102.471	104.520	106.610
Yurt Dışı Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	227	187	310	452	350	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt Dışı Ortalama Çimento Satış Fiyatı, USD/Ton	53,0	52,5	62,8	64,7	65,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt Dışı Çimento Geliri	12.022	9.834	19.490	29.263	22.953	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Çimento Gelirleri	106.122	86.894	91.166	119.635	124.075	119.531	119.308	94.667	96.560	98.492	100.461	102.471	104.520	106.610
Yurt İçi Klinker Satış Miktarı, Bin Ton	76	103	72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt İçi Ortalama Klinker Satış Fiyatı, USD/Ton	36,7	30,8	96,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt İçi Klinker Geliri	2.805	3.175	6.963	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt Dışı Klinker Satış Miktarı, Bin Ton	623	441	493	140	140	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt Dışı Ortalama Klinker Satış Fiyatı, USD/Ton	43,3	36,0	64,5	43,3	44,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt Dışı Klinker Geliri	26.956	15.885	31.800	6.058	6.179	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Klinker Gelirleri	29.761	19.060	38.763	6.058	6.179	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurt İçi Kalker Satış Miktarı, Bin Ton	367	490	376	400	400	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950
Yurt İçi Ortalama Kalker Satış Fiyatı, USD/Ton	1,9	2,1	2,4	2,5	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6
Toplam Kalker Satışlar	681	1.038	896	995	1.079	5.528	5.727	5.950	6.168	6.378	6.546	6.677	6.875	7.078
Çimento Nakliyesi Satışlar	1.730	4.608	2.841	1.743	1.892	1.988	2.059	2.139	2.217	2.293	2.353	2.400	2.472	2.544
Düzeltilmeler	920	1.469	1.405	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam Satışlar - Söke	139.214	113.069	135.071	128.431	133.225	127.047	127.095	102.756	104.945	107.163	109.360	111.548	113.867	116.232
Konsolidasyon Oranı	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%
Toplam Satışlar - Söke (Konsolidasyon Sonrası)	103.882	84.372	100.790	95.835	99.412	94.802	94.838	76.676	78.310	79.965	81.605	83.237	84.967	86.733

Çimento Fabrikası – Bornova:

bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T
Yurt İçi Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	1.267	1.087	942	797	797
Yurt İçi Ortalama Çimento Satış Fiyatı, USD/Ton	57,7	52,6	54,5	55,8	58,9
Yurt İçi Çimento Geliri	73.088	57.158	51.347	44.493	46.937
Yurt Dışı Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	659	712	829	1.008	1.008
Yurt Dışı Ortalama Çimento Satış Fiyatı, USD/Ton	55,7	52,4	52,1	57,8	58,6
Yurt Dışı Çimento Geliri	36.661	37.285	43.229	58.230	59.075
Yurt İçi Klinker Satış Miktarı, Bin Ton	13	-	-	-	-
Yurt İçi Ortalama Klinker Satış Fiyatı, USD/Ton	37,5	-	-	-	-
Toplam Çimento Gelirleri	109.749	94.443	94.576	102.723	106.012
Yurt İçi Klinker Geliri	472	-	-	-	-
Yurt Dışı Klinker Satış Miktarı, Bin Ton	97	121	366	90	90
Yurt Dışı Ortalama Klinker Satış Fiyatı, USD/Ton	38,9	36,6	44,1	47,5	48,5
Yurt Dışı Klinker Geliri	3.792	4.428	16.161	4.278	4.364
Yurt İçi Kalker Satış Miktarı, Bin Ton	1.217	1.627	1.500	1.550	1.550
Yurt İçi Ortalama Kalker Satış Fiyatı, USD/Ton	1,8	2,0	2,1	2,2	2,4
Toplam Klinker Gelirleri	4.264	4.428	16.161	4.278	4.364
Toplam Kalker Satışlar	2.139	3.245	3.142	3.370	3.656
Çimento Nakliyesi Satışlar	2.979	3.202	2.641	2.491	2.702
Agrega + Bypass	179	168	37	-	-
Düzeltilmeler	5.633	1.268	1.687	-	-
Toplam Satışlar - Bornova	124.944	106.756	118.242	112.862	116.734
Konsolidasyon Oranı	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	74,6%
Toplam Satışlar - Bornova Konsolidasyon Sonrası	124.944	106.756	118.242	112.862	87.107

Çimento Fabrikası Yatırımı – Aliğa:

Bin USD	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Yurt İçi Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	600	400	800	800	800	800	800	800	800
Yurt İçi Ortalama Çimento Satış Fiyatı, USD/Ton	59,0	59,0	59,0	59,0	57,4	58,6	59,8	60,9	62,2
Yurt İçi Çimento Geliri	35.400	23.600	47.200	47.200	45.947	46.866	47.804	48.760	49.735
Yurt Dışı Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	1.050	1.250	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Yurt Dışı Ortalama Çimento Satış Fiyatı, USD/Ton	56,9	58,0	59,2	60,4	61,6	62,8	64,1	65,4	66,7
Yurt Dışı Çimento Geliri	59.755	72.560	130.260	132.865	135.522	138.233	140.997	143.817	146.694
Toplam Satışlar - Aliğa	95.155	96.160	177.460	180.065	181.470	185.099	188.801	192.577	196.429
Konsolidasyon Oranı	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%
Toplam Satışlar - Aliğa Konsolidasyon Sonrası	71.005	71.755	132.421	134.365	135.413	138.121	140.883	143.701	146.575

Batıçim tarafından paylaşılan Kamuoyu Aydınlatma Platformu ("KAP") üzerinden yayımlanan 24.10.2024 tarihli özel durum açıklamasında aşağıdaki metin yer almaktadır.

Uzman Kuruluş Raporu

Şirketimizce 10.05.2024 tarihinde yapılmış olan özel durum açıklamasında; Şirketimiz yönetim kurulu tarafından, İzmir Aliğa bölgesinde, yıllık asgari 2.000.000 (iki milyon) ton çimento üretim kapasiteli öğütme ve paketleme tesisi kurulumu için gerekli çalışmalara başlanmasına ve bu kapsamda ÇED izinleri dahil olmak üzere gerekli tüm izin süreçlerinin tamamlanması konusunda İcra Kuruluna yetki verilmesine karar verildiği kamuoyu ile paylaşılmıştır.

İlgili açıklama doğrultusunda Batıçim'in bağlı ortaklıklarından Batılman'ın sahip olduğu Aliğa arazisinde yapılması planlanan çimento öğütme ve paketleme tesisi yatırımı ve yaratacağı nakit akışları değerlendirilerek çalışmada dikkate alınmaktadır.

Beton Faaliyetleri:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Satış Miktarı	1.865	1.924	1.686	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550
Birim Fiyat	50,9	57,6	54,9	54,7	57,9	57,9	57,9	60,4	61,9	63,5	65,0	66,7	68,3	70,0
Beton Geliri	94.891	110.762	92.589	84.812	89.686	89.686	89.686	93.621	95.962	98.361	100.820	103.340	105.924	108.572

Liman Faaliyetleri:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Yükleme, Bin Ton	1.768	1.599	2.239	2.202	2.268	2.538	2.741	2.906	3.051	3.127	3.158	3.158	3.158	3.158
Yükleme Satış Fiyatı, USD/Ton	5,0	5,4	5,5	5,9	6,2	6,5	6,8	7,2	7,5	7,9	8,3	8,7	9,2	9
Yükleme - Net Satışlar	8.846	8.655	12.362	13.012	14.072	16.537	18.753	20.872	23.011	24.766	26.264	27.577	28.956	30.411
Boşaltma, Bin Ton	2.513	3.163	2.839	3.048	3.140	3.500	3.780	4.007	4.207	4.312	4.355	4.355	4.355	4.355
Boşaltma Satış Fiyatı, USD/Ton	4,1	4,5	4,8	5,2	5,4	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	7,3	7,7	8,0	8
Boşaltma - Net Satışlar	10.375	14.083	13.675	15.787	17.073	19.984	22.662	25.222	27.808	29.928	31.739	33.326	34.992	36.711
Proje Kargo, Bin Ton	-	-	-	-	-	100	100	110	120	120	120	120	120	120
Proje Kargo Satış Fiyatı, USD/Ton	-	-	-	-	-	50,0	52,5	55,1	57,9	60,8	63,8	67,0	70,4	73
Proje Kargo - Net Satışlar	-	-	-	-	-	5.000	5.250	6.064	6.946	7.293	7.658	8.041	8.443	8.811
Diğer Gelirler	5.248	10.889	7.717	7.975	8.215	9.324	10.058	10.668	11.208	11.484	11.597	11.597	11.597	11.597
Batılman - Toplam Gelirler	24.469	33.627	33.754	36.774	39.360	50.845	56.723	62.826	68.973	73.471	77.257	80.540	83.987	87.611
Konsolidasyon Oranı	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
Batılman - Konsolidasyon Sonrası Toplam Gelirler	22.022	30.264	30.379	33.097	35.424	45.761	51.050	56.543	62.075	66.123	69.531	72.486	75.589	78.811

Batılman'da liman ve antrepo hizmetleriyle ilgili Surtas İşletmecilik İnşaat Sanayi ve Nakliyat Limited Şirketi (Yüklenici) ile 29.12.2023 tarihli sözleşmeler bulunmaktadır. Söz konusu sözleşme kapsamında, Batılman'ın İzmir ili, Aliğa ilçesi, Nemrut bölgesinde bulunan liman tesislerinde ("Liman"), 106.000 (yüz altı bin) DWT'ye kadar (mevcut iskelelerin 100 metre uzatılmasını müteakip 200.000 (iki yüz bin) DWT'ye kadar) kapasiteli gemilere yönelik yükleme-boşaltma (elleçleme), terminal ve ardiye hizmetlerinin, anahtar teslim esasına göre Yüklenici tarafından yürütülmesi amacıyla imzalanmıştır. Bununla bağlantılı olarak 2028 yılında yüklenici firma Surtas tarafından finanse edilecek vinç yatırımları yapılacaktır. Surtas'ın sahip olduğu vinçler ile birlikte Batılman, 2028 yılında birim fiyatı 50 USD/ton seviyelerinde olan elleçleme yapabilecektir. İlgili varsayımlar 2028 yılından itibaren proje kargo geliri olarak projeksiyonlarımıza dahil edilmektedir.

Enerji Faaliyetleri:

Bin USD	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Enerji Gelirleri - Konsolide	4.413	4.502	4.592	4.683	4.777	4.873	4.970	5.070	5.171	5.274	5.380	5.487
Büyüme Oranı	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%

Batıçim için hazırlanan 31.12.2025 tarihli bağımsız denetim raporunda Batıçim Enerji için sunulan bilgi aşağıdaki gibidir.

"Grup'un bağlı ortaklıklarından Batıçim Enerji, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı ve Elektrik Üretim Anonim Şirketi ("EÜAŞ") ile 7 Aralık 2011 tarihinde, Grup 4: Kovada I ve Kovada II Hidroelektrik Santralleri; ("Sözleşme") imzalamıştır. Yapılan bu sözleşmelere göre Batıçim Enerji, santrallerin 49 yıl boyunca işletim hakkını elde etmiştir ve süre sonunda tam ve işler bir durumda EÜAŞ'a devri ile sorumludur. Batıçim Enerji, sözleşme süresince santrallerin üretim faaliyetine elverişliliğini ve üretim verimliliğini sağlamak için gerekli bütün bakım, onarım ve iyileştirme masrafları tamamen kendine ait olmak üzere gerçekleştirmek zorundadır. Üretim tesislerinde meydana gelecek her türlü hasar ve ziyandan Batıçim Enerji sorumludur. İmtiyaz sözleşmelerine ilişkin maddi olmayan duran varlıklar ilişkili olduğu sözleşme süresinin bitimine kadar itfa edilmektedir."

İlgili yükümlülük çerçevesinde Batıçim, ilgili santrali çalışır durumda teslim etmek durumundadır. Bu kapsamda, ilgili faaliyetin değerlendirilmesinde enflasyon ölçeğinde gelir yaratacağı varsayılmaktadır.

Uzman Kuruluş Raporu

Kira Gelirleri:

Bin USD	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Bornova Tesisleri Kira Gelirleri	6.286	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aliğa Tesisleri Kira Gelirleri	-	4.752	4.847	6.944	7.083	7.225	7.369	7.516	7.667	7.820
Toplam Kira Gelirleri	6.286	4.752	4.847	6.944	7.083	7.225	7.369	7.516	7.667	7.820
<i>Bornova Konsolidasyon Oranı</i>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<i>Aliğa Konsolidasyon Oranı</i>	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
Konsolidasyon Sonrası Toplam Kira Gelirleri	6.286	4.277	4.362	6.250	6.375	6.502	6.632	6.765	6.900	7.038

Batıçim konsolide iş planları hazırlanırken, Bornova ve Aliğa için Batisöke tarafından ödenecek olan gelir ve giderler konsolidasyon oranları baz alınarak hesaplanmaktadır.

Gider Tahminleri:

Cimento Fabrikası – Söke:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Toplam Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	1.798	1.651	1.619	2.157	2.150	2.050	2.050	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650
Ortalama Çimento Birim Maliyeti, USD/Ton	39,8	41,1	46,7	37,8	41,4	39,5	40,4	39,8	40,8	41,7	42,7	43,7	44,7	45,7
Cimento SMM	71.510	67.802	75.653	81.570	89.085	80.885	82.718	65.751	67.281	68.843	70.435	72.059	73.716	75.406
Toplam Klinker Satış Miktarı, Bin Ton	699	545	565	140	140	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ortalama Klinker Birim Maliyeti, USD/Ton	46,4	53,3	75,5	30,3	38,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Klinker SMM	32.456	29.036	42.694	4.249	5.430	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kalker Satış Miktarı, Bin Ton	367	490	376	400	400	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950
Ortalama Kalker Birim Maliyeti, USD/Ton	1,5	4,0	2,1	2,4	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2
Toplam Kalker SMM	557	1.979	776	967	725	3.605	3.677	3.750	3.825	3.902	3.980	4.059	4.141	4.223
Toplam Satışların Maliyeti	104.522	98.817	119.123	86.785	95.240	84.490	86.395	69.501	71.107	72.744	74.415	76.119	77.857	79.630
<i>Konsolidasyon Oranı</i>	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%
Konsolidasyon Sonrası Toplam Satışların Maliyeti	77.994	73.737	88.890	64.759	71.068	63.046	64.468	51.862	53.060	54.282	55.528	56.800	58.097	59.420

Cimento Fabrikası – Bornova:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T
Toplam Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	1.925	1.799	1.771	1.805	1.805
Ortalama Çimento Birim Maliyeti, USD/Ton	37,2	37,9	41,4	38,1	36,8
Cimento SMM	71.552	68.250	73.380	68.790	66.498
Toplam Klinker Satış Miktarı, Bin Ton	110	121	366	90	90
Ortalama Klinker Birim Maliyeti, USD/Ton	36,2	78,6	39,6	36,2	39,3
Klinker SMM	3.979	9.518	14.497	3.258	3.533
Yurt İçi Kalker Satış Miktarı, Bin Ton	1.217	1.627	1.500	1.550	1.550
Ortalama Kalker Birim Maliyeti, USD/Ton	1,2	1,2	0,8	2,0	1,5
Kalker SMM	1.450	1.929	1.265	3.136	2.352
Agrega+Bypass SMM	220	214	57	-	-
Toplam SMM	77.201	79.911	89.199	75.184	72.383
<i>Konsolidasyon Oranı</i>	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	74,6%
Konsolidasyon Sonrası SMM	124.944	106.756	118.242	112.862	87.107

Cimento Fabrikası Yatırımı - Aliğa

Bin USD	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Toplam Çimento Satış Miktarı, Bin Ton	1.650	1.650	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Ortalama Çimento Birim Maliyeti, USD/Ton	39,49	41,67	41,92	43,06	44,05	45,06	46,09	47,14	48,22
Toplam SMM	65.156	68.761	125.755	129.183	132.146	135.173	138.266	141.426	144.655
<i>Konsolidasyon Oranı</i>	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%
Konsolidasyon Sonrası SMM	48.619	51.309	93.838	96.396	98.607	100.866	103.174	105.532	107.942

Beton Faaliyetleri:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Değişken Giderler	82.065	88.301	76.155	75.753	80.106	80.106	80.106	83.621	85.712	87.854	90.051	92.302	94.610	96.975
Sabit Giderler	9.811	14.962	16.094	7.119	7.768	8.188	8.501	8.851	9.194	9.526	9.789	9.995	10.307	10.626
Satış Miktarı	1.865	1.924	1.686	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550	1.550
Birim Maliyet	49,3	53,7	54,7	53,5	56,7	57,0	57,2	59,7	61,2	62,8	64,4	66,0	67,7	69,4
Toplam SMM	91.876	103.263	92.249	82.872	87.874	88.294	88.607	92.472	94.905	97.380	99.840	102.297	104.917	107.601

Uzman Kuruluş Raporu

Liman Faaliyetleri:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Yükleme, Bin Ton	1.768	1.599	2.239	2.202	2.268	2.538	2.741	2.906	3.051	3.127	3.158	3.158	3.158	3.158
Boşaltma, Bin Ton	2.513	3.163	2.839	3.048	3.140	3.500	3.780	4.007	4.207	4.312	4.355	4.355	4.355	4.355
Toplam Elleçleme, Bin Ton	4.281	4.762	5.078	5.250	5.407	6.038	6.521	6.912	7.258	7.439	7.514	7.514	7.514	7.514
Değişken Birim Maliyet, USD/Ton	1,6	1,8	2,2	2,2	2,3	2,9	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3
Değişken Maliyet	6.775	8.677	11.094	11.470	12.405	17.563	19.917	22.167	24.439	26.303	27.894	29.289	30.753	32.291
Sabit Giderler	2.184	2.034	3.511	3.870	3.768	3.678	3.573	3.501	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471	3.471
Toplam SMM	8.959	10.712	14.604	15.340	16.173	21.241	23.490	25.668	27.911	29.774	31.365	32.760	34.224	35.762
Konsolidasyon Oranı	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%	90,00%
Konsolidasyon Sonrası SMM	8.063	9.641	13.144	13.806	14.556	19.117	21.141	23.101	25.119	26.797	28.229	29.484	30.802	32.186

Enerji Faaliyetleri:

Bin USD	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
SMM*	4.263	4.348	4.435	4.524	4.615	4.707	4.801	4.897	4.995	5.095	5.197	5.301

(*)31.12.2025 tarihli bağımsız denetim raporu enerji faaliyetleri amortisman hariç brüt kar marjları baz alınarak tahminlenmiştir.

Kira Faaliyetleri:

Bin USD	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Bornova Tesisleri Kira Giderleri	6.286	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aliağa Tesisleri Kira Giderleri	-	4.752	4.847	6.944	7.083	7.225	7.369	7.516	7.667	7.820
Toplam Kira Giderleri	6.286	4.752	4.847	6.944	7.083	7.225	7.369	7.516	7.667	7.820
Konsolidasyon Oranı	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%	74,62%
Konsolidasyon Sonrası Toplam Kira Giderleri	4.690	3.546	3.617	5.182	5.285	5.391	5.499	5.609	5.721	5.835

Kira giderleri tamamen Batısöke'ye ait olduğu için konsolidasyon oranı %74.62 olarak dikkate alınmaktadır.

Operasyonel Giderler:

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Genel Yönetim Giderleri	16.676	17.010	17.350	17.697	18.051	18.412	18.780	19.155	19.539	19.929	20.328
Büyüme, %	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Satış ve Pazarlama Giderleri	15.419	15.179	14.807	15.105	17.122	17.619	18.034	18.489	18.933	19.392	19.864
Satışlara Oranı, %	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Nakliye ve Yüklemeye Giderleri	11.935	11.625	11.182	11.407	13.351	13.771	14.109	14.486	14.850	15.228	15.617
Satışlara Oranı	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Personel Giderleri, Kıdem Tazminatı & Diğer	3.485	3.554	3.625	3.698	3.772	3.847	3.924	4.003	4.083	4.164	4.248
büyüme oranı, %	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Toplam Faaliyet Giderleri	32.095	32.189	32.157	32.802	35.173	36.030	36.813	37.644	38.472	39.322	40.192

Nakliye ve yükleme giderleri, çimento nakliyesine ilişkin gelirler karşılığında olduğu için 2025 yılı gerçekleşen satışlara oranı (%4) baz alınarak hesaplanmaktadır. Diğer giderlere ilişkin tahminlemeler USD enflasyon beklentisi doğrultusunda hesaplanmaktadır.

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Çimento Operasyonları Gelirleri	208.697	186.519	165.807	166.593	209.097	212.675	215.378	219.726	224.120	228.669	233.308
Beton Operasyonları Gelirleri	84.812	89.686	89.686	89.686	93.621	95.962	98.361	100.820	103.340	105.924	108.572
Liman Operasyonları Gelirleri	33.097	35.424	45.761	51.050	56.543	62.075	66.123	69.531	72.486	75.589	78.846
Enerji Operasyonları Gelirleri	4.502	4.592	4.683	4.777	4.873	4.970	5.070	5.171	5.274	5.380	5.487
Kira Gelirleri	-	6.286	4.277	4.362	6.250	6.375	6.502	6.632	6.765	6.900	7.038
Toplam Gelirler	331.107	322.507	310.214	316.468	370.383	382.056	391.433	401.880	411.986	422.461	433.251
Çimento Operasyonları SMM	(139.943)	(125.080)	(111.665)	(115.778)	(145.700)	(149.456)	(152.889)	(156.394)	(159.974)	(163.629)	(167.361)
Beton Operasyonları SMM	(82.872)	(87.874)	(88.294)	(88.607)	(92.472)	(94.905)	(97.380)	(99.840)	(102.297)	(104.917)	(107.601)
Liman Operasyonları SMM	(13.806)	(14.556)	(19.117)	(21.141)	(23.101)	(25.119)	(26.797)	(28.229)	(29.484)	(30.802)	(32.186)
Enerji Operasyonları SMM	(4.348)	(4.435)	(4.524)	(4.615)	(4.707)	(4.801)	(4.897)	(4.995)	(5.095)	(5.197)	(5.301)
Kira Giderleri	-	(4.690)	(3.546)	(3.617)	(5.182)	(5.285)	(5.391)	(5.499)	(5.609)	(5.721)	(5.835)
Toplam SMM	(240.970)	(236.635)	(227.146)	(233.756)	(271.161)	(279.567)	(287.353)	(294.957)	(302.459)	(310.266)	(318.284)
Operasyonel Giderler	(32.095)	(32.189)	(32.157)	(32.802)	(35.173)	(36.030)	(36.813)	(37.644)	(38.472)	(39.322)	(40.192)
FAVÖK	58.042	53.683	50.911	49.910	64.049	66.459	67.267	69.279	71.056	72.874	74.775
FAVÖK Marjı, %	17,5%	16,6%	16,4%	15,8%	17,3%	17,4%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,3%

(*) 2023-2025 arası sunulan değerler Yönetim Raporlaması sonuçlarını ifade etmektedir. (Bağımsız denetim raporu sonuçlarına göre 2023-2025 yılı ortalama FAVÖK marjı %12,0 seviyelerindedir.)

Yatırım Harcamaları

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Bina İnşaat	15.000	5.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İdame Yatırım Harcamaları	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Yatırım Harcamaları - Toplam	16.000	6.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
konsolidasyon oranı, %	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%	74,6%
Konsolidasyon Sonrası Yatırım Harcamaları	11.939	4.477	746	746	746	746	746	746	746	746	746

Uzman Kuruluş Raporu

Bin USD	2026T	2027T
İdame Yatırım Harcamaları	750	750
Yatırım Harcamaları - Toplam	750	750
konsolidasyon oranı, %	100.0%	74.6%
Konsolidasyon Sonrası Yatırım Harcamaları	750	560

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Arazi - Arsa	400	400	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bina İnşaat	6.500	33.500	-	6.000	-	-	-	-	-	-	-
Makina - Teçhizat	-	26.613	-	22.560	-	-	-	-	-	-	-
Diğer Yatırım Harcamaları	-	3.057	-	1.440	-	-	-	-	-	-	-
İdame Yatırım Harcamaları	-	-	500	700	900	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Yatırım Harcamaları - Toplam	6.900	63.570	500	30.700	900	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
konsolidasyon oranı, %	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%	74.6%
Yatırım Harcamaları - Konsolidasyona Tabi	5.149	47.436	373	22.908	672	746	746	746	746	746	746

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
İdame Yatırım Harcamaları	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250
Yatırım Harcamaları - Toplam	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
İdame Yatırım Harcamaları	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Yatırım Harcamaları - Toplam	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000

Bin USD	2026T	2027T	2028T
İdame Yatırım Harcamaları	250	250	250
Yatırım Harcamaları - Toplam	250	250	250

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Amortisman - Mevcut Duran Varlıklar Toplam	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632	31.632
Amortisman - yeni yatırımlar (liman hariç)	917	3.553	3.622	4.817	4.900	4.987	5.074	5.161	5.249	5.336	5.423
Amortisman - Liman Yatırımları	63	125	188	250	313	375	438	500	563	625	688
Toplam Amortisman	32.611	35.310	35.441	36.699	36.844	36.994	37.144	37.293	37.443	37.593	37.742

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı:

Gün	31.12.2025
Ticari Alacaklar Vade Günleri	76
Stok Devir Gün	48
Ticari Borçlar Vade Günleri	72

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Ticari Alacaklar	69.530	68.379	66.012	65.561	71.856	78.718	80.699	82.994	85.144	87.297	89.277
Stoklar	33.863	31.650	30.650	30.543	33.460	36.496	37.466	38.589	39.590	40.604	41.539
Ticari Borçlar	57.037	53.764	52.255	52.173	56.840	61.705	63.301	65.161	66.824	68.510	70.059
Net İşletme Sermayesi	46.356	46.265	44.407	43.931	48.477	53.509	54.864	56.421	57.909	59.392	60.758

Net Finansal Pozisyon

Bin USD	
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.951
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8.916
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	34.624
Kiralamadan Doğan Borçlar	1.015
Uzun Vadeli Borçlanmalar	85.452
Diğer Finansal Yükümlülükler	3.469
Net Finansal Pozisyon	(128.526)

Bornova Arazi

TSKB - Senaryo 1 - EUR	236.470.000
TSKB - Senaryo 2 - EUR	223.980.000
Değerleme Sonucu - EUR	230.225.000
EUR/USD - 24.02.2026	1,179
Değerleme Sonucu - USD	271.412.253
İskonto	10%
Değerleme Sonucu - USD	244.271.027

Uzman Kuruluş Raporu

TSKB tarafından hazırlanan, 11 Şubat 2026 tarihli, Batıçim'in sahip olduğu Bornova Arazisi'ne ilişkin olarak hazırlanan "En Verimli ve En İyi Kullanım Analizi" raporu sonuçları dikkate alınmaktadır. 2027 yılı sonunda, Bornova arazisi üzerinde çimento faaliyetlerinin kapatılması ile birlikte değerlendirilmesi planlanan araziye ilişkin hazırlanan TSKB'nin Bornova arazisi değerlendirme sonuçlarına %10 iskonto uygulanmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır.
- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık ABD Doları cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranı takip edilmiş ve ihtiyatlılık adına %8,0 kabul edilmiştir.
- Şirket'in betası için benzer şirketler incelenmiş, ihtiyatlılık açısından 1 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyetinin projeksiyon süresi boyunca risksiz getiri oranının %20 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Batıçim'in mali yapısı içerisindeki sermaye ve borç ağırlıklarının projeksiyon dönemi boyunca %50 olacağı varsayılmıştır.

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Risksiz Getiri Oranı	8,0%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Sermaye Maliyeti	13,5%	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	9,6%	9,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,2%	6,8%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Sermaye Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Borç Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
AOSM*	10,4%	9,9%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%

(*) Batıçim faaliyetlerinin (çimento, liman ve enerji) herhangi özel bir risk unsuru taşımadığı değerlendirilmesi ile birlikte Şirket'e özgü risk primi uygulanmamıştır.

İNA Çalışması Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucu söz konusu olabilir.

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	DED
Satışlar	331.107	322.507	310.214	316.468	370.383	382.056	391.433	401.880	411.986	422.461	433.251	437.584
FAVÖK	58.042	53.683	50.911	49.910	64.049	66.459	67.267	69.279	71.056	72.874	74.775	75.522
FVÖK	25.430	18.373	15.470	13.211	27.204	29.465	30.123	31.986	33.613	35.281	37.033	72.753
Vergi	(6.358)	(4.593)	(3.868)	(3.303)	(6.801)	(7.366)	(7.531)	(7.996)	(8.403)	(8.820)	(9.258)	(18.188)
Amortisman	32.611	35.310	35.441	36.699	36.844	36.994	37.144	37.293	37.443	37.593	37.742	2.770
Brüt Nakit Akımları	51.684	49.090	47.044	46.607	57.248	59.093	59.736	61.283	62.652	64.053	65.517	57.334
Yatırım Harcamaları	(19.338)	(53.723)	(2.369)	(24.905)	(2.668)	(2.742)	(2.742)	(2.742)	(2.742)	(2.742)	(2.742)	(2.770)
Net İşletme Sermayesi	(11.204)	91	1.858	476	(4.545)	(5.032)	(1.356)	(1.557)	(1.488)	(1.482)	(1.366)	(608)
Serbest Nakit Akımları	21.142	(4.542)	46.532	22.179	50.035	51.318	55.638	56.983	58.422	59.829	61.408	53.957
AOSM	10,4%	9,9%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	
İndirgeme Faktörü	0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,55	0,51	0,46	0,42	0,39	
İndirgenmiş Nakit Akımları	20.121	(3.934)	36.835	16.048	33.093	31.026	30.747	28.785	26.976	25.252	23.691	

Bin USD	
İndirgenmiş Nakit Akımları	268.639
Devam Eden Dönem Değeri	247.816
Devam eden değer büyüme oranı, %	%1,0
Firma Değeri	516.455
Net Finansal Pozisyon	(128.526)
Bornova Arazisi	244.271
Özkaynak Değeri	632.200
24.02.2026 TCMB Alış Kuru	43,78
Özkaynak Değeri - bin TL	27.676.145

Uzman Kuruluş Raporu

İndirgenmiş nakit akımları analizi sonucunda Batıçim'in özsermaye değeri 632,2 milyon ABD Doları (27,7 milyar Türk Lirası) olarak hesaplanmıştır

4.2.2.2. Borsa Yaklaşımı

Batıçim'in halka açık olması ve B Grubu imtiyazsız paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmesi göz önünde bulundurularak, işbu birleşme işlemine ilişkin hazırlanan uzman kuruluş raporunun tarihi olan 24.02.2026 itibarıyla 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık hesaplanan günlük ağırlıklı ortalama fiyatlarıyla ("AOF") Batıçim'in piyasa değeri tespit edilmiştir. İlgili tarih itibarıyla Batıçim pay senedinin son 1, 3, 6 ve 12 aylık hacim ağırlıklı ortalama fiyatları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

TL	Piyasa Değeri	Ağırlık
1 Aylık Ortalama	27.575.345.455	100%
3 Aylık Ortalama	23.924.914.286	0%
6 Aylık Ortalama	24.040.411.429	0%
12 Aylık Ortalama	24.914.010.837	0%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	27.575.345.455	

SPK düzenlemelerinde pay alım teklifi ve ayrılma hakkı fiyatları hesabında Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler için Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan "Birleşme İşlemlerine İlişkin Bildirim" tarihinden geriye dönük olarak 1 aylık AOF'lerin ağırlıklı ortalamasının baz alınması ve daha güncel piyasa değerini yansıtmaya amacıyla, 1 aylık AOF'lerin ağırlıklı ortalamasıyla hesaplanan değere %100 ağırlık verilmiştir.

Borsa Yaklaşımı sonucunda Batıçim'in ağırlıklandırılmış piyasa değeri 27.575.345.455 TL olarak belirlenmiştir.

4.2.2.3. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi kapsamında, çimento ve beton faaliyetleri için Borsa İstanbul bünyesinde yer alan BIST Taş ve Toprak Endeksi'nde işlem gören şirketler ile birlikte yurt dışında faaliyet gösteren ve operasyonel açıdan benzer nitelikte değerlendirilen halka açık şirketler dikkate alınmaktadır. Liman operasyonları bakımından, Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş. ile dünya piyasalarında işlem gören ve benzer faaliyetlere sahip liman işletmeciliği şirketleri emsal olarak değerlendirilmektedir. Enerji operasyonları kapsamında ise Borsa İstanbul ve uluslararası piyasalarda işlem gören, hidroelektrik üretimi gerçekleştiren şirketler ile toptan elektrik satışı yapan şirketler analiz kapsamında dikkate alınmaktadır.

FD/FAVÖK çarpanları için 5'ten küçük ve 40'ten büyük, FD/Satışlar çarpanları için 0,5'ten küçük ve 5'den büyük, F/K çarpanları için 5'ten küçük 40'dan büyük, ve PD/DD çarpanları için 0,5'ten küçük 5'ten büyük çarpanlar uç değer kabul edilip medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Capital IQ platformu üzerinden elde edilen şirketlerin 24.02.2026 tarihli çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Piyasa çarpanları analizi kapsamında sadece FD/FAVÖK çarpanına ağırlık verilmiştir.

Tablo: Piyasa Çarpanları

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Afyon Çimento Sanayi Türk A.Ş.	7,5x	1,8x	35,6x	0,8x
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11,5x	1,6x	37,2x	1,7x
Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.	30,9x	3,4x	AD	1,3x
Batisöke Söke Çimento Sanayii A.Ş.	NM	11,8x	AD	3,9x
Bogazici Beton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	6,7x	1,0x	AD	1,2x
Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	21,9x	1,9x	29,9x	0,6x
Cimbeton Hazır Beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	20,7x	0,9x	AD	7,4x
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	14,5x	2,2x	30,4x	1,6x
Göltas Goller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	10,4x	1,8x	84,6x	0,7x
Konya Çimento Sanayii A.Ş.	68,5x	5,0x	132,5x	5,2x
Limak Dogu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5,2x	2,1x	10,9x	2,3x
Nigbas Nigde Beton Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	NM	27,2x	66,5x	2,7x
Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	12,7x	2,7x	39,4x	1,7x
OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.	9,9x	2,6x	20,6x	2,1x
Medyan	11,5x	2,0x	30,4x	1,6x

Uzman Kuruluş Raporu

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
ACC Limited	9.8x	1.2x	20.2x	1.5x
Al Jouf Cement Company	AD	4.9x	AD	0.6x
Ambuja Cements Limited	21.7x	3.6x	88.3x	2.3x
Andhra Cements Limited	150.9x	3.7x	AD	6.6x
Anhui Conch Cement Company Limited	5.4x	1.3x	18.2x	0.7x
Anhui Conch Material Technology Co., Ltd.	5.5x	0.6x	9.2x	0.7x
Anjani Portland Cement Limited	43.9x	1.8x	AD	1.8x
Arabian Cement Company	6.5x	2.2x	17.6x	0.9x
Arabian Cement Company S.A.E.	4.0x	1.5x	7.6x	4.0x
Aramit Cement PLC	AD	98.0x	AD	AD
Asia Cement (China) Holdings Corporation	AD	AD	9.2x	0.2x
Asia Cement Corporation	9.8x	2.3x	15.6x	0.7x
Asia Cement Co., Ltd.	5.9x	1.0x	12.1x	0.4x
Attock Cement Pakistan Limited	6.1x	1.1x	15.0x	1.6x
Barak Valley Cements Limited	10.5x	0.6x	52.9x	0.8x
BBMG Jidong Cement Group Co., Ltd	8.0x	1.2x	AD	0.6x
Bestway Cement Limited	6.6x	3.1x	11.8x	2.2x
Bheema Cements Limited	AD	NA	AD	AD
BUA Cement Plc	15.3x	6.8x	31.4x	12.2x
Burnpur Cement Limited	AD	AD	AD	AD
Buzzi S.p.A.	6.0x	1.8x	11.9x	1.3x
C.A. Fábrica Nacional de Cementos S.A.C.A.	NA	NA	NA	NA
Caribbean Cement Company Limited	9.3x	2.8x	19.9x	3.1x
Cemento Polpaico S.A.	10.6x	1.0x	79.2x	1.4x
Cementos Pacasmayo S.A.A.	8.9x	2.1x	17.9x	2.5x
Cherat Cement Company Limited	3.4x	1.2x	7.4x	1.5x
China Resources Building Materials Technology Holdings Limited	6.9x	1.2x	20.9x	0.3x
China Shanshui Cement Group Limited	2.2x	0.4x	14.0x	0.1x
China Tianrui Group Cement Company Limited	10.9x	1.9x	0.9x	0.0x
City Cement Company	5.2x	2.3x	18.5x	1.0x
Confidence Cement PLC	6.4x	2.7x	8.7x	0.7x
Corporación Moctezuma, S.A.B. de C.V.	6.8x	3.1x	12.9x	4.0x
Crown Cement PLC	5.6x	0.6x	10.3x	0.8x
Crown Lifters Limited	8.0x	4.1x	18.6x	1.9x
D.G. Khan Cement Company Limited	4.3x	1.0x	9.2x	0.8x
Dadabhoi Cement Industries Limited	AD	NA	AD	2.5x
Dandot Cement Company Limited	11.3x	1.6x	AD	1.5x
Dangote Cement Plc	8.0x	3.6x	16.8x	5.9x
Deccan Cements Limited	22.7x	3.0x	43.0x	1.3x
Dewan Cement Limited	6.2x	0.4x	44.2x	0.2x
Dongwu Cement International Limited	AD	21.8x	AD	13.2x
Eagle Materials Inc.	11.4x	3.8x	22.2x	4.9x
Eastern Province Cement Company	5.1x	1.6x	11.5x	0.9x
Fauji Cement Company Limited	4.7x	1.6x	9.4x	1.5x
Fecto Cement Limited	6.6x	0.5x	7.3x	1.0x
Medyan	7.4x	1.8x	13.4x	1.4x

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	18.8x	11.1x	36.5x	5.0x
Shanghai International Port (Group) Co., Ltd.	10.3x	3.8x	11.9x	0.8x
International Container Terminal Services, Inc.	14.0x	9.0x	31.7x	14.9x
Westports Holdings Berhad	14.1x	7.6x	26.0x	5.1x
Westshore Terminals Investment Corporation	14.6x	6.4x	26.7x	2.7x
Port of Tauranga Limited	25.2x	12.7x	50.1x	2.3x
PT Nusantara Pelabuhan Handal Tbk	8.0x	2.6x	23.8x	2.6x
Sanco Trans Limited	12.5x	1.0x	31.8x	1.1x
Pakistan International Bulk Terminal Limited	10.5x	2.8x	55.5x	1.8x
China Merchants Port Group Co., Ltd.	19.3x	9.1x	26.1x	0.8x
JSW Infrastructure Limited	22.7x	11.1x	46.6x	5.2x
Trabzon Liman İşletmeciliği A.Ş.	9.6x	3.1x	29.9x	1.2x
Medyan	14.0x	2.8x	26.7x	1.5x

Uzman Kuruluş Raporu

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	5.7x	0.8x	10.5x	1.5x
Eléctrica Puntilla S.A.	38.9x	19.0x	213.7x	2.6x
Alaska Hydro Corporation	MD	MD	AD	AD
AXIA Energia SA	73.1x	5.3x	AD	1.4x
Electric Power Development Co., Ltd.	7.1x	1.7x	8.7x	0.5x
Guangdong Meiyangjixiang Hydropower Co.,Ltd.	279.6x	23.9x	AD	3.8x
Hokuriku Electric Power Company	6.0x	1.3x	3.5x	0.5x
Hydro-Exploitations Societe Anonyme	17.4x	6.9x	AD	4.2x
Iniziativa Bresciane S.p.A.	10.5x	6.2x	47.6x	0.9x
Orygen Perú S.A.A.	6.6x	3.9x	12.4x	2.7x
CK Power Public Company Limited	7.8x	5.2x	30.5x	3.7x
Repower Energy Development Corporation	15.3x	11.9x	31.6x	1.8x
State Grid Information & Communication Co., Ltd.	20.6x	2.0x	47.8x	3.7x
The Chugoku Electric Power Co., Inc.	11.9x	2.2x	4.8x	0.5x
Vallibel Power Erathna PLC	21.8x	9.0x	22.0x	4.1x
American Electric Power Company, Inc.	13.3x	5.6x	30.7x	2.3x
Can Don Hydro Power Joint Stock Company	3.6x	1.9x	7.8x	0.9x
Kaluga Power Sale Company Public Joint-Stock Company	5.7x	0.2x	9.6x	0.6x
NextEra Energy, Inc.	21.9x	11.1x	49.6x	3.6x
Origin Energy Limited	13.1x	1.5x	31.9x	2.1x
Pinnacle West Capital Corporation	10.8x	4.9x	28.0x	1.7x
Public Joint Stock Company "TNS energo Kuban"	8.7x	0.1x	27.3x	AD
Talen Energy Corporation	31.9x	8.4x	194.1x	11.7x
The Southern Company	12.7x	6.2x	32.2x	3.0x
Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A.	3.5x	0.6x	8.2x	0.5x
Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.	14.0x	7.2x	AD	0.5x
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	14.2x	4.2x	AD	0.5x
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	291.5x	27.7x	205.9x	2.0x
Enda Enerji Holding A.Ş.	17.0x	8.6x	47.1x	0.6x
Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.	13.8x	7.2x	AD	0.4x
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	22.2x	43.0x	AD	2.9x
Medyan	13.3x	1.9x	24.7x	2.1x

FD/FAVÖK medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihli FAVÖK gerçekleşmesi tutarlarının ortalaması dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Bin USD	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
FAVÖK - Çimento & Beton	51.558	32.379	15.832
FD/FAVÖK Çarpanı		9.5x	
Firma Değeri - Çimento & Beton		314.399	
FAVÖK - Liman	19.460	17.922	16.066
FD/FAVÖK Çarpanı		14.0x	
Firma Değeri - Liman		250.282	
FAVÖK - Enerji	898	(1.452)	(200)
FD/FAVÖK Çarpanı		13.3x	
Firma Değeri - Enerji		(3.335)	
Firma Değeri - Toplam		561.347	
Net Finansal Pozisyon		(128.526)	
Hisse Değeri		432.821	
24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru		43.78	
Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri - TL		18.947.815	

Firma Değeri / FAVÖK çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **18,9 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Ağırlıklı olarak çimento ve liman sektörlerinde faaliyet gösteren Batıçim açısından değerlendirildiğinde FD/FAVÖK çarpanının son 12 ay yerine 3 yıllık ortalama FAVÖK üzerinden hesaplanması, daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir değer göstergesi elde etmek amacıyla tercih edilmektedir. Bunun temel gerekçeleri aşağıda özetlenmiştir:

1. Döngüsellik:

Çimento sektörü büyük ölçüde inşaat faaliyetlerine, altyapı yatırımlarına ve kamu harcamalarına bağlı olup ekonomik büyüme ile yüksek korelasyon göstermektedir. Benzer şekilde liman işletmeciliği de dış ticaret hacmi, navlun piyasaları ve küresel ticaret akışlarına duyarlıdır. Bu nedenle bir dönemin FAVÖK göstergesi ekonomik döngünün zirve veya dip noktasını yansıtabileceği değerlendirilmektedir. Üç yıllık ortalama ile bu dalgalanmalar normalize edilerek daha temsili bir karlılık seviyesi sunmaktadır.

2. Emtia ve Enerji Fiyat Oynaklığı:

Çimento üretiminde enerji maliyetleri (petrokok, kömür, elektrik vb.) toplam maliyet içinde önemli paya sahiptir. Enerji fiyatlarındaki ani artış veya düşüşler yıllık FAVÖK marjlarını etkileyebilmektedir. Üç yıllık ortalama, geçici maliyet şoklarının etkisini azaltmaktadır.

3. Kur ve Makroekonomik Etkiler:

Özellikle ihracat yapan liman ve çimento şirketlerinde FAVÖK üzerinde kur kaynaklı dönemsel sıçramalar olabilmektedir. Ortalama FAVÖK yaklaşımı, kur bazlı geçici kar artışlarını veya daralmalarını dengelemektedir.

4. Yatırım ve Kapasite Döngüsü:

Liman ve çimento sektörleri yüksek sabit yatırım gerektiren alanlardır. Yeni kapasite devreye girişleri ilk yıllarda marjları baskılayabilir veya geçici kapasite avantajı yaratabilir. Ortalama FAVÖK, kapasite kullanım oranlarındaki geçiş dönemlerini normalize edecektir.

5. Daha Sağlıklı Çarpan Karşılaştırması:

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirket analizlerinde, özellikle emtia ve altyapı sektörlerinde normalize edilmiş veya ortalama FAVÖK kullanımının yaygın olduğu değerlendirilmektedir. Bu yaklaşım, değerlendirme sonuçlarının uç noktalardan etkilenmesini azaltarak yatırımcı perspektifine uygun bir çarpan analizi sağlamaktadır.

Sonuç olarak, 3 yıllık ortalama EBITDA kullanımı; sektörlerin doğası gereği maruz kaldığı ekonomik döngü, emtia fiyat oynaklığı ve makro değişkenlerden kaynaklanan geçici dalgalanmaları dengeleyerek şirketin **sürdürülebilir nakit yaratma kapasitesini** daha doğru yansıtmayı amaçlamaktadır.

FD/Satışlar medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihli Satışlar gerçekleşmesi tutarlarının ortalaması dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Sadece bilgilendirme amacıyla sunulmaktadır. Kullanılan çarpanlara ilişkin açıklamalar 4.1 numaralı bölümde sunulmaktadır.

Bin USD	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Net Satışlar - Çimento & Beton	382.845	336.452	303.184
FD/Satışlar Çarpanı	1.9x		
Firma Değeri - Çimento & Beton	642.575		
Net Satışlar - Liman	30.619	27.385	25.913
EV/EBITDA Çarpanı	2.8x		
Firma Değeri - Liman	78.846		
Net Satışlar - Enerji	82.866	46.758	4.413
EV/EBITDA Çarpanı	1.9x		
Firma Değeri - Enerji	83.634		
Firma Değeri - Toplam	805.054		
Net Finansal Pozisyon	(128.526)		
Hisse Değeri	676.528		
24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru	43.78		
Hisse Değeri - TL	29.616.723		

Firma Değeri / Satışlar çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **29,6 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa Değeri / Defter Değeri medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2025 tarihli defter değeri tutarı dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. İlgili çarpanlar Çimento & Beton, Liman, ve Enerji iş kollarının defter değerinin ağırlığınca dikkate alınmıştır. Sadece bilgilendirme amacıyla sunulmaktadır. Kullanılan çarpanlara ilişkin açıklamalar 4.1 numaralı bölümde sunulmaktadır.

Uzman Kuruluş Raporu

Bin USD	31.12.2025	Ağırlık
Özkaynaklar	578.227	
PD/DD - Çimento & Beton	1,5x	79%
PD/DD - Liman	1,5x	16%
PD/DD - Enerji	2,1x	5%
PD/DD Çarpanı - ağırlıklı ortalama	1,5x	
Hisse Değeri - bin USD	883.098	
24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru	43,7775	
Hisse Değeri - TL	38.659.844	

Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **38,7 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme analizinde; borsa değeri, piyasa yaklaşımı kapsamında Firma Değeri/FAVÖK ve gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları ("İNA") yöntemleri kullanılmıştır.

Değerleme Özeti:

Tablo: Batıçim'in Değerleme Özeti

Yöntem	Değer	Ağırlık
Borsa Değeri	27.575.345	50%
İNA	27.676.145	35%
FD/FAVÖK	18.947.815	15%
BTCIM - Özkaynak Değeri - TL	26.316.496	100%

Batıçim'in ağırlıklandırılmış piyasa değeri **26.3 Milyar TL** olarak belirlenmiştir.

4.2.3. Çiftay Değerlemesi

4.2.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

Gelir Varsayımları:

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Divriği	79.399	109.920	89.070	50.987	32.950	65.046	64.784	66.079	66.827	68.374	69.666	70.988	71.715	73.099
İliç	80.695	75.543	3.090	40.475	28.600	29.413	29.559	42.304	48.174	48.424	48.680	48.940	49.206	49.477
Develi	35.850	57.671	63.612	56.348	55.142	54.426	37.735	38.498	38.801	41.074	41.513	41.974	42.255	42.737
Vize	3.799	4.367	5.417	4.975	5.005	4.934	5.062	5.247	5.574	5.549	5.557	5.566	5.575	5.581
Devam Eden Projeler	199.743	247.501	161.189	152.785	121.697	153.819	137.140	152.128	159.375	163.422	165.416	167.468	168.750	170.894

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
#1 Altın Madeni Projesi	17.519	16.172	11.230	-	-	-	-	-	-	-	-
Yeraltı Madeni Projesi	11.594	45.055	45.055	69.078	56.991	56.991	56.991	56.991	56.991	56.991	56.991
#2 Altın Madeni Projesi	31.181	59.954	61.934	63.167	62.692	36.694	36.077	35.580	32.425	25.665	28.796
Bursa Akarca Altın Madeni Projesi	-	5.000	5.000	60.005	63.017	66.168	69.476	72.950	-	-	-
Giresun Alucra Altın Madeni Projesi	-	1.500	1.500	10.029	10.533	11.059	11.612	12.193	-	-	-
Yeni Projeler - Yurtiçi	60.294	127.681	124.719	202.278	193.233	170.912	174.157	177.714	89.416	82.656	85.787

%	
#1 Altın Madeni Projesi	100%
Yeraltı Madeni Projesi	75%
#2 Altın Madeni Projesi	90%
Bursa Akarca Altın Madeni Projesi	100%
Giresun Alucra Altın Madeni Projesi	100%

2026 Maden Taahhüt Planı

Divriği:

Çiftay Yönetimi, yürürlükte olan mevcut sözleşme koşulları gereğince verilmesi gereken birim fiyat eskalasyon işlemini Şubat-Aralık 2025 döneminde dondurduğunu ifade etmektedir. Ermeden'in 25.07.2025 tarihli yazısında Temmuz – Aralık 2025 tarihleri arasında birim fiyatlara %15 indirim yapılması talep edilmiştir.

Ermeden'in talep ettiği ÜFE sabitlemesi 2025 yılı boyunca ve %15 fiyat indirimi Temmuz – Aralık 2025 tarihleri arasında uygulanmıştır. Ermeden'in 25.07.2025 tarihli yazısında birim fiyatlardaki %15 indirim uygulamasının 2025 yılı sonunda sona ereceği belirtilmiştir. Ancak süreç sonrasında 31.10.2025 tarihli yazısında indirim uygulamasının Ocak 2026 itibarıyla devam edeceği

Uzman Kuruluş Raporu

eskalasyon uygulamasının da Aralık 2025 birim fiyatları esas alınarak devam edeceği belirtilmiştir. Bu durum tüm fiyatların yaklaşık %30 azalmasına sebep olmuştur.

26.08.2025 tarihli yazıda yeraltı işletmesindeki 2025 yılı termin planının 300.000 ton azalacağı belirtilmiştir. 31.10.2025 tarihli yazıda 01.01.2026 tarihinden itibaren Divriği Yeraltı İşletmesinde üretim faaliyetlerinin durdurulacağı ve işletmenin 2 yıl süre ile tatil edileceği belirtilmiştir.

31.10.2025 tarihli termin yazısında, sözleşmeye göre 2034 sonunda tamamlanacak olan A-B Kafa sözleşmesinde kalan üretim miktarının 2027 sonunda tamamlanması talep edilerek daha önce üretim için 9 yıl olarak öngörülen termin 2 yıl şeklinde revize edilmiştir.

Ermaden ile görüşmeler devam etmekte olup, yeraltı işletmesinde faaliyetlere devam edilebilmesi için hesaplamalar yapılmaktadır. Yeraltının en geç 2027 yılı sonunda yeniden faaliyete geçmesi öngörülmektedir. A-B Kafa bölgesindeki cevherin yukarıda bahsedildiği şekilde 2 yıl içerisinde üretilecek olması takip eden süreçte yeraltının çalışmasını zorunlu kılmaktadır.

İllic:

2025 yılında saha hazırlık işlerine kira yöntemiyle devam edilmiş olup, aylık ortalama 258.000 USD, yıllık toplam 3.098.177 USD kiralık iş yapılarak hakediş düzenlenmiştir.

2025 Haziran ayında Anagold'un paylaştığı plana göre mevcut faaliyetler Çakmaktepe, Çöpler, ESF İnşaatı, LCD rehandle üretimleri, ana kırıcı rehandle malzeme taşımaları ve kireçtaşı için ara stokları içermektedir.

Söz konusu işlerin 2026 yılında başlayacağı öngörülmektedir. Bu kapsamda ilk 3 aylık süreci karşılayacak personelimiz hali hazırda bulunmaktadır. Sonraki süreçte aktif çalışacak ekipman için ortalama 7 ekskavatör ve 73 damperli kamyon kullanımı ve operasyon süresince toplam personel sayısının yaklaşık 625 olacağı planlanmaktadır.

Söz konusu işler için sahada yeterli ekipman bulunmakta ve ilave bir yatırım öngörülmektedir.

Çöpler madeninde 13.02.2024'te meydana gelen heyelan ile ilgili ceza davasının bir sonraki duruşması 14.04.2026 tarihinde gerçekleşecek olup, bu tarihte dosyanın karara bağlanması beklenmektedir. Bu süreç akabinde madenin yeniden faaliyete geçmesi için gerekli izinlerin tesis edilerek 2026 yılı ikinci yarısında öngörülen operasyonların başlaması beklenmektedir.

Develi:

Haziran 2018 tarihli ilk madencilik sözleşmesinin tamamlanması üzerine Aralık 2023 tarihinde mevcut maden ömrü sonuna kadar (6 yıllık) yeni bir sözleşme imzalanmıştır. Sözleşme kapsamında madencilik faaliyetlerine devam edilmektedir.

Çiftay'ın geliştirmekte olduğu filo yönetim sistemi projesi Autonomie, pilot bölge olarak seçilmiş olan Develi'de Şubat 2026'da uygulanmaya başlamıştır, tam kapasiteye geçiş Mart 2026'da olacaktır.

Öksüt Madencilik'in mevcut sahada 2029 yılı sonrası planlamaya yönelik arama faaliyetleri devam etmektedir.

Vize:

Ocak 2023 tarihinde 5. kez yenilenen hammadde temini sözleşmesi kapsamında Aralık 2026 (1+1 yıl süre uzatımı opsiyonu mevcut) sonuna kadar faaliyetler devam edecektir.

Yunanistan merkezli Titan Cement, Türkiye'deki varlığını büyütmek amacıyla Traçim Çimento'nun tamamını satın almak üzere anlaşmaya varmıştır. İmzalar Şubat ayının ikinci haftası tamamlanmış olup devir işlemi gerçekleşmiştir.

Firmanın mevcut çalışma ile ilgili yaptığı ilk değerlendirmelere göre, enerji ve işçilik maliyetlerinin düşürülmesi yönünde hedefleri olduğu değerlendirilmektedir. Bu durumda ekipman sayıları ile ilgili değişiklikler söz konusu olabileceği belirtilmektedir.

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
#1 Altın Madeni Projesi	17.519	16.172	11.230	-	-	-	-	-	-	-	-
Yeraltı Madeni Projesi	8.696	33.791	33.791	51.808	42.744	42.744	42.744	42.744	42.744	42.744	42.744
#2 Altın Madeni Projesi	28.063	53.958	55.740	56.850	56.423	33.024	32.470	32.022	29.182	23.098	25.916
Bursa Akarca Altın Madeni Projesi	-	5.000	5.000	60.005	63.017	66.168	69.476	72.950	-	-	-
Giresun Alucra Altın Madeni Projesi	-	1.500	1.500	10.029	10.533	11.059	11.612	12.193	-	-	-
Yeni Projeler - Yurtiçi	54.278	110.421	107.262	178.692	172.716	152.995	156.301	159.908	71.926	65.842	68.660

Yeni Projeler

1 Numaralı Altın Madeni Projesi:

İlgili proje kapsamında 2 yıllık sözleşme süresince 13.6 milyon m³ toprak işi yapılması planlanmaktadır. Bunun için ana üretim ekipmanı olarak ortalama 8 ekskavatör, 38 kamyon kullanımı öngörülmüştür. Çalışan sayısı ortalama 393 olacaktır. 26,8 milyon USD ekipman yatırımı, 2 milyon USD şantiye kurulumu öngörülmektedir. Şirket Yönetimi, ilgili proje kapsamında işin alınma olasılığını %100 olarak belirtmektedir.

Yeraltı Madeni Projesi:

Yeraltı madeni projesi, Kompleks (Cu-Au-Ag-Pirit) Yeraltı Maden İşletmesi, Cevher Zenginleştirme ve Kırma Eleme Tesisi, Kil Ocağı, Andezit Ocağı, Atık Depolama Tesisi, Hazır Beton Tesisi" kapsamında değerlendirilen projedir.

Portal inşaatı da dahil olmak üzere, madenin öngörülen işletme ömrü yaklaşık 12 yıldır. İlgili 5 yıllık sözleşme süresince galeri ilerlemesi, cevher üretimi, ve dekapaj çalışması yapılacak olup toplam iş miktarı 3.630.096 ton'dur.

Sözleşme süresince aylara göre değişkenlik göstermekle birlikte ortalama 3 yeraltı yükleyicisi, 5 yeraltı kamyonu, 3 delici (Jumbo)

Uzman Kuruluş Raporu

ekipman ile çalışılması planlanmaktadır. Ortalama çalışan sayısı 249 olacaktır. 68 milyon USD ekipman yatırımı, 8 milyon USD şantiye kurulumu öngörülmektedir.

İhale kapsamında ilk teklifimiz 10.09.2025, revize teklifimiz 09.10.2025, son teklifimiz 31.12.2025 tarihinde firmaya iletilmiştir. İlgili projenin gerçekleşme olasılığı Şirket Yönetimi tarafından %75 olarak belirtilmektedir.

2 Numaralı Altın Madeni Projesi:

2 Numaralı Altın Madeni Projesi, Altın-Gümüş Madeni Ocağı ve Cevher Zenginleştirme Tesisi (Yığın Liç, ADR, Kırma Eleme Tesisi) Hazır Beton Tesisi ve Su Temin Göleti" projesidir.

Açık ocak madenciligi ile üretim yapılacak olan sahada, 5 yıllık sözleşme süresince cevher ve dekapaj işleri dahil olmak üzere toplam 55.803.280 m³ iş yapılacaktır.

Yüklenicinin yapacağı işler kapsamında cevher ve pasa üretimi, stok alanından bunkere besleme, liç alanına cevher serimi, inşaat işleri (topsoil sıyırma, liç alanı hazırlık, havuz inşaatları, overliner üretimi, nitelikli dolgu, kil eleme ve serimi) ile yol ve tel çit gibi diğer inşaat işleri yer almaktadır.

5 yıllık sözleşme süresince aylara göre değişkenlik göstermekle birlikte ortalama 8 ekskavatör ve 43 kamyon ile çalışılacağı öngörülmektedir. Ortalama personel sayısı 319 olup maksimumda 352 kişiye çıkacaktır. 29,2 milyon TL ekipman yatırımı ve 6,8 milyon USD şantiye kurulumu öngörülmektedir.

Proje	Olasılık	Açıklama	Proje Süresi	Proje Bedeli	İlave Yatırım Bedeli	Karlılık Beklentisi
1 Numaralı Altın Madeni Projesi	100%	Verilen teklif madenin inşaat işleri ile ilgili olup halihazırda imzalı ve yürürlükte olan sözleşmemizin kapsamındadır.	3 yıl	\$55.523.800,00	\$2.000.000,00	30%
2 Numaralı Altın Madeni Projesi	90%	Ana firma bir ihale süreci yürütmekte olup 2025 yılında tarafımızdan talep ettiği fizibilite üzerinden ikili görüşmelerle süreci tamamlamayı hedeflemektedir.	5+5 yıl	\$873.479.855,00	\$40.312.216,00	30%
Yeraltı Madeni Projesi	75%	Talep edilen üretim tekniği konusunda Türkiye'deki en tecrübeli firmalardan birinin Çiftay olduğu ifade edilmektedir. Verilen teklifin teknik kriterlere uymakta olduğu belirtilmektedir. İşveren firmaya karşılıklı pazarlık yoluyla ticari şartların eş baza getirilebileceği taahhüdü verilmiştir.	5+2 yıl	\$581.315.319,00	\$55.261.185,00	30%
Yurtdışı - Yanqul Copper Project Umman	70%	Umman'da yerleşik bakır projesi için Umman'ın inşaat firmalarından biri ile şartlar konusunda ön yeterlilik başvurusu ile ilgili dokümanlar paylaşılmıştır. İlgili firma ile yürütülen sürece ek olarak maden sahibi ile de temas kurulmuş, ilgili firmada görev yapan Türk yöneticiler vasıtasıyla proje hakkında detaylı bilgi alınmıştır.	10 yıl	\$407.000.000,00	\$21.612.150,00	16%
Yurtdışı - Saudi Underground	70%	2025 Mart ayında, projeye taraf firmanın PQ süreçleri başlatılmıştır. Ayrıca, karşı taraf hissedarlarıyla Ocak 2026 içerisinde görüşmeler başlatılmıştır.	11 yıl	\$495.000.000,00	\$26.285.047,00	35%
Yurtdışı - Saudi Open Pit	70%		11 yıl	\$275.000.000,00	\$14.602.804,00	35%

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Yurt Dışı Proje #1	7.500	39.872	43.859	45.175	46.078	47.000	47.940	48.899	49.877	50.874	51.892
Yurt Dışı Proje #2	4.167	22.498	24.748	25.490	26.000	26.520	27.050	27.591	28.143	28.706	29.280
Yeni Projeler - Yurtdışı	11.667	62.370	68.607	70.665	72.079	73.520	74.990	76.490	78.020	79.581	81.172

Uzman Kuruluş Raporu

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Devam Eden Projeler	152.785	121.697	153.819	137.140	152.128	159.375	163.422	165.416	167.468	168.750	170.894
Yeni Projeler - Yurtiçi	54.278	110.421	107.262	178.692	172.716	152.995	156.301	159.908	71.926	65.842	68.660
Batı Yeni Kil Kalker İşi	-	13.860	14.172	14.338	14.380	14.388	14.590	14.882	15.179	15.630	16.238
Vega Gelirleri	11.513	12.808	13.491	14.998	15.244	9.935	8.840	8.840	8.840	8.840	8.840
Toplam Gelirler	218.576	258.786	288.745	345.169	354.468	336.692	343.154	349.045	263.413	259.062	264.632

Giderler

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Divriği	39.669	53.006	53.585	35.646	23.064	45.533	45.285	46.226	46.679	47.834	48.733	49.651	50.166	51.112
İliç	59.802	60.891	7.236	28.334	20.020	20.589	20.640	29.611	33.688	33.856	34.077	34.228	34.413	34.591
Develi	23.686	35.710	43.002	39.443	38.595	38.081	26.402	26.939	27.142	28.753	29.053	29.331	29.551	29.801
Vize	2.118	2.686	3.094	3.477	3.502	3.447	3.537	3.665	3.894	3.878	3.882	3.887	3.892	3.900
Devam Eden Projeler	125.275	152.294	106.918	106.900	85.181	107.650	95.864	106.441	111.402	114.321	115.745	117.097	118.022	119.403

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
#1 Altın Madeni Projesi	11.814	10.913	7.574	-	-	-	-	-	-	-	-
Yeraltı Madeni Projesi	6.073	23.389	23.470	36.219	29.766	29.815	29.811	29.819	29.787	29.827	29.820
#2 Altın Madeni Projesi	19.063	36.639	37.897	38.602	38.304	22.141	22.047	21.680	19.841	15.626	17.606
Bursa Akarca Altın Madeni Projesi	-	3.500	3.500	42.003	44.112	46.317	48.633	51.065	-	-	-
Giresun Alucra Altın Madeni Projesi	-	1.050	1.050	7.020	7.373	7.742	8.129	8.535	-	-	-
Yeni Projeler – Yurtiçi	36.950	75.490	73.492	123.845	119.555	106.015	108.619	111.099	49.628	45.453	47.425

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Yurt Dışı Proje #1	5.250	27.910	30.701	31.622	32.255	32.900	33.558	34.229	34.914	35.612	36.324
Yurt Dışı Proje #2	2.917	15.749	17.323	17.843	18.200	18.564	18.935	19.314	19.700	20.094	20.496
Yeni Projeler – Yurt Dışı	8.167	43.659	48.025	49.466	50.455	51.464	52.493	53.543	54.614	55.706	56.820

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Devam Eden Projeler - SMM	106.900	85.181	107.650	95.864	106.441	111.402	114.321	115.745	117.097	118.022	119.403
Yeni Projeler - Yurtiçi - SMM	36.950	75.490	73.492	123.845	119.555	106.015	108.619	111.099	49.628	45.453	47.425
Batı Yeni Kil Kalker İşi SMM	-	9.702	9.921	10.037	10.066	10.071	10.213	10.417	10.625	10.941	11.367
Vega SMM	7.378	7.748	8.566	9.787	9.789	6.363	6.363	6.363	6.363	6.363	6.363
Otonom Araç Tasarrufu	-	-	-	(7.317)	(14.633)	(21.950)	(29.266)	(36.583)	(43.899)	(51.216)	(58.532)
Toplam SMM	151.228	178.121	199.628	232.216	231.218	211.902	210.250	207.042	139.814	129.563	126.026

Bin USD	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Genel Yönetim Giderleri	(1.228)	(603)	(1.788)	(1.824)	(1.860)	(1.897)	(1.935)	(1.974)	(2.014)	(2.054)	(2.095)	(2.137)	(2.180)	(2.223)
Büyüme, %				2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Satış ve Pazarlama Giderleri	9.304	9.508	7.276	7.845	9.288	10.363	12.388	12.722	12.084	12.316	12.527	9.454	9.298	9.497
Satışlara Oran, %				3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Toplam Faaliyet Giderleri	8.077	8.905	5.488	6.021	7.427	8.465	10.452	10.747	10.070	10.262	10.432	7.317	7.118	7.274

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Devam Eden Projeler	152.785	121.697	153.819	137.140	152.128	159.375	163.422	165.416	167.468	168.750	170.894
Yeni Projeler - Yurtiçi	54.278	110.421	107.262	178.692	172.716	152.995	156.301	159.908	71.926	65.842	68.660
Batı Yeni Kil Kalker İşi	-	13.860	14.172	14.338	14.380	14.388	14.590	14.882	15.179	15.630	16.238
Vega Gelirleri	11.513	12.808	13.491	14.998	15.244	9.935	8.840	8.840	8.840	8.840	8.840
Toplam Gelirler	218.576	258.786	288.745	345.169	354.468	336.692	343.154	349.045	263.413	259.062	264.632
Devam Eden Projeler	106.900	85.181	107.650	95.864	106.441	111.402	114.321	115.745	117.097	118.022	119.403
Yeni Projeler - Yurtiçi	36.950	75.490	73.492	123.845	119.555	106.015	108.619	111.099	49.628	45.453	47.425
Batı Yeni Kil Kalker İşi	-	9.702	9.921	10.037	10.066	10.071	10.213	10.417	10.625	10.941	11.367
Vega SMM	7.378	7.748	8.566	9.787	9.789	6.363	6.363	6.363	6.363	6.363	6.363
Otonom Araç Tasarrufu	-	-	-	(7.317)	(14.633)	(21.950)	(29.266)	(36.583)	(43.899)	(51.216)	(58.532)
Toplam SMM	151.228	178.121	199.628	232.216	231.218	211.902	210.250	207.042	139.814	129.563	126.026
Faaliyet Giderleri	6.021	7.427	8.465	10.452	10.747	10.070	10.262	10.432	7.317	7.118	7.274
FAVÖK	61.328	73.238	80.651	102.500	112.502	114.720	122.642	131.571	116.282	122.381	131.332

Batıçim bünyesinde bulunan kalker ve kil ocaklarından hammadde üretim işi hali hazırda dışarıdan hizmet alınarak yapılmaktadır. Çiftay'ın sahip olduğu makine parkı ile Batıçim'in dışarıdan aldığı hizmet olan hammadde üretim işinin grup bünyesinde yapılması planlanmaktadır.

Çiftay'ın, leasing yöntemi ile almış olduğu araçlar alt kiralama yolu ile 2024 yılından itibaren Batı Grubu'na kira sözleşmesi altında kiralanmaktadır. Kira sözleşmeleri kapsamında aylık taksitler halinde fatura edilerek tahsil edilmektedir.

Uzman Kuruluş Raporu

İstanbul'da kurulu Vega Hereko tesisi, İstanbul Anadolu Yakası evsel atıklarının biyomethanizasyonu ile enerji üretimi ve atık bertarafı için 2021 yılı Nisan ayında devreye alınmıştır. Devreye alındığından itibaren ortalama yıllık üretim rakamları aşağıda verilmektedir.

2021	1,38 MWh
2022	2,73 MWh
2023	3,41 MWh
2024	4,40 MWh
2025	5,88 MWh

Tesis'te yapılan operasyonel iyileştirmeler neticesinde üretim rakamı peak olarak 12 Şubat 2026'da 9,7 MWh ulaşmıştır. 2026 ve sonrası projeksiyonlarda 18MWh kurulu güce sahip tesisin uzun vadede ortalama 10,5 MWh üretim yapacağı öngörülmektedir.

Enerji üretim gelirlerinin yanı sıra Çorlu'da kurulu ve yeni devreye alınan Ekolojik Enerji Atık Yakma tesisi ile 2025 yılı'nda yıllık 1,7 Milyon Dolar tutarında al ya da öde esaslı elektrik üretiminde kullanılmayan atıkların satışı için anlaşma yapılmıştır.

Aynı zamanda tesisin Karbon Kredi verifikasyonunda son aşamaya gelinmiş ve 2026 yılı sonunda geçmiş kredilerindeki satışın mümkün hale geleceği belirtilmektedir.

Vega bünyesindeki diğer bir tesis olan Manisa Salihli'de kurulu biyogaz tesisi ve Ankara Polatlı'da kurulu Enerbes biyogaz tesisleri ile ilgili 3. Taraf ile performans esaslı bir işletme sözleşmesi imzalanmış ve yıllık gelir projeksiyonu bu sözleşme şartlarına göre öngörülmüştür.

Birleşmeye konu ÇFT1 Gayrimenkul A.Ş.'nin aktifinde kayıtlı Ankara ili Yenimahalle ilçesinde Merkez-Ankara projesinde 32 adet ofisi (Bürüt: 6.634,18 M2) bulunmaktadır. Form Gayirmenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.' 07/01/2026 tarihli 2025.OZ.153 sayılı raporunda bu gayrimenkuller 1.046.185.000 TL olarak değerlendirilmiştir. İlgili ofislerin 2027-2029 yılları arasında projekte edilen satış tutarları, ilgili gayrimenkul değerlendirme doğrultusunda nakit akış projeksiyonlarına yansıtılmaktadır.

Çiftay, maden taahhüt faaliyetlerini yürütmekte olduğu kamyon filosunun otonom gelişimi için birden fazla teknoloji firması ile ikili projeler üzerine görüşmeler yapmakta ve önümüzdeki on yıl içerisinde takip eden üçüncü yıldan başlamak üzere aşamalı olarak otonom filo kullanımı için araştırma geliştirme faaliyetleri planlamaktadır.

2029-2036 aralığında öngörülen yatırım ve fayda öngörülleri aşağıda paylaşılmaktadır.

- Yılda 50 kamyonun toplamda 400 kamyonun otonom dönüşümünün yapılacağı
- Araç başına, 158.000 USD dönüşüm yatırımı yapılacağı
- Otonom dönüşümü sonrası araç başına yılda 120.000 USD işçilik (4 şöför/araç) ve 77.000 USD (mevcut çalışma saati/gün 18'den 23'e) verimlilik esaslı tasarruf sağlanacağı

Net İşletme Sermayesi İhtivacı: İş planları doğrultusunda hedeflediği ticari alacak tahsil süresi ve ticari borç ödeme süresi değişkenleri neticesinde, net işletme sermayesi ihtivacı hesaplanmaktadır.

Ticari Alacaklar Vade Günleri	44
Stok Devir Gün	6
Ticari Borçlar Vade Günleri	39

Tablo: Net İşletme Sermayesi Tahminleri (2026 – 2036)

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Ticari Alacaklar	25.425	28.807	32.951	38.255	42.221	41.709	40.914	41.772	36.960	31.530	31.517
Stoklar	2.868	2.896	3.313	3.798	4.075	3.897	3.702	3.670	3.050	2.369	2.241
Ticari Borçlar	18.229	18.507	21.194	24.336	26.164	25.047	23.824	23.646	19.684	15.322	14.536
Net İşletme Sermayesi	10.064	13.196	15.070	17.716	20.132	20.559	20.793	21.795	20.326	18.576	18.232

Uzman Kuruluş Raporu

Net Finansal Pozisyon

31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket'in net finansal pozisyonu **60,6 milyon USD borçlu** olarak hesaplanmaktadır.

Bin USD	
Nakit ve Nakit Benzerleri	17.200
Kısa Vadeli Borçlanmalar	27.333
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	33.375
Uzun Vadeli Borçlanmalar	63.038
İşleme İlişkin Ayrılan Alacak*	77.400
İştiraklerden Alacaklar	1.315
İştirak Alımına İlişkin Finansal Borç	9.469
Diğer Çeşitli Borçlar	8.607
Ortaklara Borçlar	112
İştiraklere Borçlar	357
Diğer Çeşitli Borçlar	14.228
Net Finansal Pozisyon	(60.605)

(*) Çiftay, Batıçim'in finansal ihtiyacı kapsamında Çiftay tarafından kredi kullanılmak suretiyle Batı grubuna ait hisseleri doğrudan veya dolaylı değişen tarihlerde satın alarak Batı Anadolu grubuna finansman temin etmiştir. Bu kapsamda söz konusu alacak tutarı Batı Anadolu grubu şirketleri hisseleri kaynaklı borcun birleşmeye konu edilmemesini ve yatırımcıyı korumayı teminen hisse alımları ile oluşan tüm borç bakiyesi ilgili varlıklar ile birlikte ana hissedarlara transfer edilmesinden kaynaklanmaktadır. Batıçim, Batılman ve Saklıköy hisselerine ilişkin satışa konu tutarı ifade etmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Çiftay'ın nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır.

- Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) kullanılmıştır.
- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık ABD Doları cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranı takip edilmiş ve ihtiyatlılık adına %8,0 kabul edilmiştir.
- Şirket'in betası için benzer şirketler incelenmiş, ihtiyatlılık açısından 1 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyetinin projeksiyon süresi boyunca risksiz getiri oranının %20 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Batıçim'in mali yapısı içerisindeki sermaye ve borç ağırlıklarının projeksiyon dönemi boyunca %50 olacağı varsayılmıştır.
- Maden taahhüt işlerinden kaynaklanacak risklere ilişkin %1,0 Şirket'e özgü risk primi uygulanmasına karar verilmiştir.

Tablo: AOSM Hesaplaması

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Risksiz Getiri Oranı	8,0%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Şirket'e Özgü Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Sermaye Maliyeti	14,5%	14,0%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	9,6%	9,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,2%	6,8%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Sermaye Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Borç Ağırlığı	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
AOSM	10,9%	10,4%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Uzman Kuruluş Raporu

İNA Çalışması Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları Tahminleri

Bin USD	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	DED
Satışlar	218.576	258.786	288.745	345.169	354.468	336.692	343.154	349.045	263.413	259.062	264.632	267.278
FAVÖK	61.328	73.238	80.651	102.500	112.502	114.720	122.642	131.571	116.282	122.381	131.332	132.645
FVÖK	40.398	46.358	47.871	66.490	73.413	74.301	81.043	88.643	72.414	77.423	87.584	123.154
Vergi	(10.099)	(11.589)	(11.968)	(16.623)	(18.353)	(18.575)	(20.261)	(22.161)	(18.103)	(19.356)	(21.896)	(30.788)
Amortisman	20.930	26.880	32.780	36.010	39.089	40.419	41.599	42.929	43.868	44.958	43.748	9.491
Brüt Nakit Akımları	51.228	61.648	68.683	85.878	94.149	96.145	102.381	109.411	98.179	103.025	109.436	101.857
Merkez Ofislerin Satışı	-	6.486	5.620	4.945	-	-	-	-	-	-	-	-
Yatırım Harcamaları	(21.500)	(59.500)	(59.000)	(32.298)	(30.798)	(13.298)	(11.798)	(13.298)	(9.398)	(10.898)	(9.398)	(9.491)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(1.997)	(3.132)	(1.874)	(2.646)	(2.415)	(427)	(234)	(1.003)	1.470	1.750	(646)	(192)
Serbest Nakit Akımları	27.731	5.502	13.430	55.879	60.936	82.420	90.349	95.111	90.251	93.877	99.392	92.173
AOSM	10.9%	10.4%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
İndirgeme Faktörü	0.95	0.86	0.78	0.71	0.65	0.59	0.54	0.49	0.44	0.40	0.37	
İndirgenmiş Nakit Akımları	26.333	4.732	10.511	39.794	39.487	48.597	48.473	46.431	40.090	37.944	36.554	

Bin USD	
İndirgenmiş Nakit Akımları	378.946
Devam Eden Dönem Büyüme Oranı	%1,0
Devam Eden Dönem Değeri	380.891
Firma Değeri	759.836
Net Finansal Pozisyon	(60.605)
Özkaynak Değeri	699.231
24.02.2026 TCMB Alış Kuru	43,78
Özkaynak Değeri - bin TL	30.610.602

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Çiftay'ın Özsermaye Değeri, **30,6 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2.3.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler kapsamında, Borsa İstanbul Maden endeksinde yer alan şirketler, dünya piyasalarında işlem gören maden taahhüt şirketleri, altın madenciliği faaliyetleri bulunan şirketler ve biyogaz&atık yönetimi faaliyetleri bulunan, Çiftay ile benzer olduğu tespit edilmiş şirketler dikkate alınmaktadır.

FD/FAVÖK çarpanları için 5'ten küçük ve 40'ten büyük, FD/Satışlar çarpanları için 0,5'ten küçük ve 5'den büyük, F/K çarpanları için 5'ten küçük 40'dan büyük, ve PD/DD çarpanları için 0,5'ten küçük 5'ten büyük çarpanlar uç değer kabul edilip medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Capital IQ platformu üzerinden elde edilen şirketlerin 24.02.2026 tarihli çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Piyasa çarpanları analizi kapsamında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına ağırlık verilmiştir.

Tablo: Benzer Şirketler Çarpanları

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
CVK Maden İşletmeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	47.2x	14.3x	110.2x	5.1x
Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8.4x	5.6x	24.9x	0.6x
Ruzy Madencilik ve Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	184.9x	11.5x	27.9x	2.2x
TR Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	25.3x	5.2x	48.3x	2.6x
İpek Doğal Enerji Kaynakları Arastırma ve Üretim A.Ş.	16.1x	3.5x	NM	2.5x
Türk Altın İşletmeleri A.Ş.	66.5x	14.8x	65.5x	4.7x
Vişne Madencilik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	52.1x	9.4x	NM	3.0x
Medyan	16.1x	3.5x	26.4	2.5x

Uzman Kuruluş Raporu

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
PT Buma Internasional Grup Tbk	9,0x	0,7x	AD	1,4x
PT Hillcon Tbk	10,6x	1,1x	AD	0,5x
PT Archi Indonesia Tbk	16,9x	7,7x	36,4x	7,8x
Abcourt Mines Inc.	AD	27,5x	AD	50,0x
ACG Metals Limited	MD	4,0x	26,8x	4,4x
Agnico Eagle Mines Limited	14,5x	10,0x	29,0x	4,9x
AK Altynalmas JSC	1,1x	0,5x	1,2x	0,5x
Akobo Minerals AB (publ)	10,3x	48,4x	AD	AD
Al Masane Al Kobra Mining Company	15,5x	8,9x	43,2x	6,9x
Allied Gold Corporation	12,5x	3,6x	60,5x	10,9x
Altamira Gold Corp.	AD	MD	AD	2,1x
Amex Exploration Inc.	AD	MD	AD	4,2x
Andina Copper Corp.	AD	MD	AD	6,1x
Anglo Asian Mining PLC	37,7x	7,2x	AD	6,5x
AngloGold Ashanti plc	11,7x	6,5x	28,9x	7,8x
Asante Gold Corporation	241,8x	2,8x	AD	20,2x
AuMas Resources Berhad	13,8x	3,5x	32,6x	2,9x
AuQ Gold Mining Inc.	AD	MD	AD	93,3x
Aura Minerals Inc.	16,2x	8,9x	148,2x	20,9x
Auric Mining Limited	10,7x	6,7x	30,6x	2,1x
Austin Gold Corp.	AD	MD	AD	3,1x
Austral Gold Limited	AD	3,1x	AD	6,4x
Avino Silver & Gold Mines Ltd.	38,3x	15,4x	65,1x	7,4x
Barrick Mining Corporation	8,8x	5,4x	28,2x	3,1x
Medyan	13,2x	2,9x	29,0x	3,12x

	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
EcoBio Holdings Co., Ltd.	AD	2,9x	17,7x	0,5x
Henan BCCY Environmental Energy Co., Ltd	73,3x	7,4x	AD	2,0x
Mainova AG	12,0x	0,8x	18,8x	0,7x
TPC Power Holding Public Company Limited	7,8x	2,1x	15,6x	0,2x
Thai Solar Energy Public Company Limited	11,6x	4,0x	AD	0,3x
Montauk Renewables, Inc.	9,2x	1,8x	AD	0,8x
LGI Limited	18,8x	9,1x	56,7x	3,4x
NexGen Energy Corp.	113,6x	57,2x	AD	6,3x
Cypark Resources Berhad	42,6x	13,5x	AD	0,9x
China Everbright Greentech Limited	9,3x	3,1x	3,1x	0,2x
Absolute Clean Energy Public Company Limited	9,2x	3,0x	22,0x	0,8x
Antony Waste Handling Cell Limited	9,7x	1,9x	41,2x	2,1x
Avalon Holdings Corporation	6,2x	0,5x	30,7x	0,3x
Beijing Enterprises Urban Resources Group Limited	3,0x	0,6x	5,1x	0,4x
Cambi ASA	16,1x	2,6x	MD	MD
Casella Waste Systems. Inc.	16,2x	3,8x	242,4x	3,7x
Cleanaway Waste Management Limited	9,6x	1,8x	36,2x	1,8x
Delorean Corporation Limited	AD	2,3x	AD	4,3x
Hera S.p.A.	8,1x	0,8x	14,3x	1,7x
Zheneng Jinjiang Environment Holding Company Limited	8,9x	4,6x	8,2x	0,6x
Medyan	9,5x	2,3x	17,7x	1,7x

FD/FAVÖK medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihli FAVÖK gerçekleşmesi tutarlarının ortalaması dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Bin USD	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
FAVÖK - Maden Taahhüt	40.787	77.867	26.302
FD/FAVÖK Çarpanı		14,6x	
Firma Değeri		706.570	
FAVÖK - Enerji	933	(11.078)	(3.964)
FD/FAVÖK Çarpanı		9,5x	
Firma Değeri		(44.492)	
Firma Değeri - Toplam		662.077	
<i>Net Finansal Pozisyon</i>		<i>(60.605)</i>	
Hisse Değeri - USD		601.473	
24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru		43,78	
Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri - TL		18.947.815	

Uzman Kuruluş Raporu

Firma Değeri / FAVÖK çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **18,9 Milyar TL**'dir olarak hesaplanmaktadır.

Ağırlıklı olarak maden taahhüt işlerinde faaliyet gösteren Çiftay açısından değerlendirildiğinde FD/FAVÖK çarpanının son 12 ay yerine 3 yıllık ortalama FAVÖK üzerinden hesaplanması, daha sağlıklı ve sürdürülebilir bir değer göstergesi elde etmek amacıyla tercih edilmektedir. Bunun temel gerekçeleri aşağıda özetlenmiştir:

- Proje Bazlı ve Dalgalı Gelir Yapısı:** Maden taahhüt işleri genellikle belirli süreli sözleşmelere dayalıdır. Yeni proje kazanımları, proje tamamlanmaları veya mobilizasyon/demobilizasyon dönemleri Satışlar ve FAVÖK açısından dönemsel sıçramalara veya düşüslere yol açabilir. Üç yıllık ortalama, proje takvimine bağlı bu oynaklığı normalize edecektir.
- Emtia Döngüsüne Dolaylı Maruziyet:** Taahhüt firmaları doğrudan emtia üreticisi olmasa da, altın, kömür, demir cevheri gibi emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar, maden yatırım iştahını ve dolayısıyla iş hacmini etkilemektedir. Emtia fiyatlarının zirve yaptığı dönemlerde sözleşme hacmi ve marjlarının arttığı, düşüş dönemlerinde ise gerileyebildiği gözlemlenmektedir. Ortalama FAVÖK kullanımı bu döngüsel etkileri dengelemektedir.
- Kur ve Maliyet Oynaklığı:** Akaryakıt, yedek parça ve ithal ekipman maliyetleri önemli ölçüde döviz bazlıdır. Kur hareketleri FAVÖK marjlarını dönemsel olarak yukarı veya aşağı çekebilmektedir. Ortalama FAVÖK yaklaşımının, geçici kur avantajı veya dezavantajlarını dengeleyerek daha temsili bir marj seviyesi sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Sonuç olarak, maden taahhüt sektöründe 3 yıllık ortalama FAVÖK kullanımı; proje bazlı iş yapısının doğası gereği oluşan dalgalanmaları, emtia döngüsünün dolaylı etkilerini ve makroekonomik oynaklığı dengeleyerek **özellikle taahhüt şirketlerinin** sürdürülebilir nakit üretme kapasitesini daha doğru yansıtmaktadır.

FD/Satışlar medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2023, 31.12.2024 ve 31.12.2025 tarihli Satış gerçekleşmesi tutarlarının ortalaması dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Bin USD	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Net Satışlar - Maden Taahhüt	387.304	440.441	191.260
FD/Satışlar Çarpanı			3.2x
Firma Değeri			1.100.435
Net Satışlar - Enerji	39.147	42.754	11.487
FD/Satışlar Çarpanı			2,3x
Firma Değeri			72.905
Firma Değeri - Toplam			1.173.340
<i>Net Finansal Pozisyon</i>			<i>(60.605)</i>
Hisse Değeri - USD			1.112.735
<i>24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru</i>			<i>43,78</i>
Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri - TL			18.947.815

Firma Değeri / Satışlar çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **18,9 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Fiyat /Kazanç medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2025 tarihli net kar gerçekleşmesi tutarı dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Bin USD	31.12.2025
Net Kar - Maden Taahhüt	70.020
F/K Çarpanı	27,7x
Hisse Değeri - Maden Taahhüt	1.940.822
Net Kar - Enerji	(10.081)
F/K Çarpanı	17,7x
Hisse Değeri - Maden Taahhüt	(178.499)
Hisse Değeri - USD	1.762.323
<i>24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru</i>	<i>43,78</i>
Hisse Değeri - k TL	77.150.097

Uzman Kuruluş Raporu

F/K çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **77,2 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa Değeri / Defter Değeri medyan çarpanları analizleri sonucunda 31.12.2025 tarihli defter değeri tutarı dikkate alınarak hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Bin TL	31.12.2025
Batıçım	1.947.891
Batlıman	716.432
Saklıköy	260.612
Düzeltilmeler (-)	2.924.934
31.12.2025 TCMB USD Alış Kuru	42,8457
Düzeltilmeler (-) -Bin USD	68.267

Bin USD	31.12.2025
Özkaynaklar	95.829
Düzeltilmeler (-)	(68.267)
Düzeltilmeler* (+)	77.400
Düzeltilmiş Defter Değeri	104.963
PD/DD Çarpanı	2,8x
Hisse Değeri - USD	296.490
24.02.2026 TCMB USD Alış Kuru	43,78
Hisse Değeri - TL	12.979.575

(*) Çiftay, Batıçım'in finansal ihtiyacı kapsamında Çiftay tarafından kredi kullanılmak suretiyle Batı grubuna ait hisseleri doğrudan veya dolaylı değişen tarihlerde satın alarak Batı Anadolu grubuna finansman temin etmiştir. Bu kapsamda söz konusu alacak tutarı Batı Anadolu grubu şirketleri hisseleri kaynaklı borcun birleşmeye konu edilmemesini ve yatırımcıyı korumayı teminen hisse alımları ile oluşan tüm borç bakiyesi ilgili varlıklar ile birlikte ana hissedarlara transfer edilmesinden kaynaklanmaktadır. Batıçım, Batlıman ve Saklıköy hisselerine ilişkin satışa konu tutarı ifade etmektedir.

Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanı analizi sonucunda özsermaye değeri **13,0 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Maden Ruhsatları

- AES Madencilik A.Ş. iştiraki adına kayıtlı Bursa İli, Mustafakemalpaşa İlçesi, Şapçı Köyü Sınırları içerisinde bulunan 84188(ER:3322892) No'lu Akarca Altın-Gümüş Maden Sahası ve
- Aykar Madencilik İnş.Pet.Ür.San.Tic. A.Ş. iştiraki adına kayıtlı Giresun İli, Alucra İlçesi, Demiröz Köyü Sınırları içerisinde bulunan 201500484(ER:3311171) No'lu Giresun-Demiröz Maden Sahası

ile ilgili bugüne kadar yapılan raporlamalar, bu raporlama sonrası ilave arama çalışmaları ve güncel parametreler dikkate alınarak Mitus firması tarafından Ocak 2026 ayı içerisinde özet teknik raporlar hazırlanmıştır.

İlgili raporlarda;

- Akarca Altın-Gümüş Maden Sahası'nda toplam mineralize tonaj 45.758.990 ton olarak hesaplanmış ve 0,46 g/t AU ortalama tenör ile 675.246 ons altın içeriği ve
- Giresun-Demiröz Maden Sahası'nda toplam mineralize tonaj 10.697.442 ton olarak hesaplanmış ve 0,31 g/t AU ortalama tenör ile 106.320 ons altın içeriği bulunduğu belirtilmiştir.

Söz konusu raporlarda belirtilen toplam mineralize tonaj, ortalama tenör ve altın içerikleri dikkate alınarak, değerlendirme çalışmamızda aşağıdaki parametreler dikkate alınmıştır.

- 2027-2029 yılları arasında ilave sondaj ve yığın liç prosesi ile zenginleştirme tesisi ve sair tesis ve yapıların inşaatı için Akarca'da toplam 80 milyon USD, Alucra'da 35 milyon USD yatırım harcaması,

Uzman Kuruluş Raporu

- Akarca'da 2034 yılında tank liçi prosesi ile zenginleştirme tesisi yatırımı için 40 milyon USD yatırım harcaması,
- Toplam mineralize tonaj, Akarca'da 45.758.990 ton ve Alucra'da 10.697.442 ton olmak üzere, 2029 yılı ikinci yarısından itibaren 2039 yılı ilk yarısında bitirmek üzere 10 yıllık bir proje süresinde işlenmesi,
- Yığın liç ve tank liçi proseslerinin sonunda Akarca'da %80, yığın liçi prosesi sonunda Alucra'da %70 geri kazanım oranına ulaşılabacağı,
- Türkiye'de açık ocak metodu ile madencilik yapan iki altın madeni projesi ile ilgili aşağıda linkleri verilen halka açık veriler üzerinden alınan AISC'leri (AISC, Dünya Altın Konseyi tarafından tanımlanan ve mevcut madencilik faaliyetlerini sürdürmenin maliyetini ifade eden "tümleşik sürdürülebilir maliyetler" in kısaltmasıdır. Satılan altın ons başına ABD doları cinsinden ifade edilir.) dikkate alınarak yatırımlar ayrı giderleştirildiği için yatırım hariç %37,5 maliyet oranı¹
- Altın ons fiyatı ile ilgili olarak da 2030'a kadar Bloomberg konsensus verisinin ortalaması, 2030 sonrasında ise bu verinin enflasyon tahminleri ile paralel olarak yıllık %2 ile büyümesi

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Risksiz Getiri Oranı	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Sermaye Maliyeti	13,5%	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	9,6%	9,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,2%	6,8%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Sermaye Ağırlığı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Borç Ağırlığı	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Proje Risk Primi*	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
AOSM	13,5%	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

(*)Altın maden sahalarına ilişkin projenin fizibilite ve yatırım aşamasında olmasından dolayı hesaplanan AOSM oranına %5,0 proje risk primi eklenmiştir.

Akarca Altın Madeni

Bin USD	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Yıllık Kapasite	-	-	2.287.950	4.575.899	4.575.899	4.575.899	4.575.899	4.575.899	4.575.899	4.575.899	4.575.899	4.575.899	2.287.950
Tenör	-	-	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600	0,4600
Geri Kazanım Oranı	-	-	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Altın Üretimi, Kg	-	-	841.965	1.683.931	1.683.931	1.683.931	1.683.931	1.683.931	1.683.931	1.683.931	1.683.931	1.683.931	841.965
Altın Üretimi, Ounce	-	-	27.070	54.140	54.140	54.140	54.140	54.140	54.140	54.140	54.140	54.140	27.070
Altın Fiyatı	-	-	3.737	3.629	3.701	3.775	3.851	3.928	4.006	4.086	4.168	4.252	4.337
Satışlar	-	-	101.165.319	196.452.427	200.381.476	204.389.105	208.476.887	212.646.425	216.899.354	221.237.341	225.662.088	230.175.329	117.389.418
FAVÖK Marjı	-	-	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%
FAVÖK	-	-	63.228.324	122.782.767	125.238.422	127.743.191	130.298.055	132.904.016	135.562.096	138.273.338	141.038.805	143.859.581	73.368.386
Amortisman	-	1.818.182	5.454.545	7.272.727	7.272.727	7.272.727	7.272.727	7.272.727	10.909.091	10.909.091	10.909.091	10.909.091	9.090.909
FVÖK	-	(1.818.182)	57.773.779	115.510.040	117.965.695	120.470.464	123.025.327	125.631.288	124.653.005	127.364.247	130.129.714	132.950.490	64.277.477
Vergi	-	(454.545)	14.443.445	28.877.510	29.491.434	30.117.616	30.756.332	31.407.822	31.163.251	31.841.062	32.532.428	33.237.622	16.069.369
Yatırım Harcamaları	20.000.000	40.000.000	20.000.000	-	-	-	-	40.000.000	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları	(20.000.000)	(39.545.455)	28.784.880	93.905.257	95.746.999	97.625.575	99.541.723	61.496.194	104.398.845	106.432.276	108.506.376	110.621.958	57.299.017
AOSM	13,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
İndirgeme Faktörü	0,83	0,74	0,66	0,58	0,52	0,46	0,41	0,36	0,32	0,29	0,26	0,23	0,20
İndirgenmiş Nakit Akımları	(16.613.213)	(29.198.980)	18.892.220	54.784.281	49.652.224	45.001.254	40.786.238	22.397.740	33.798.633	30.628.397	27.755.794	25.152.851	11.580.852

USD

Net Bugünkü Değer

314.618.293

¹ <https://www.centerragold.com/investor-news/news-details/2025/Centerra-Gold-Reports-Third-Quarter-2025-Results-Strong-Production-at-kst-and-Higher-Metal-Prices-Boosted-Cash-Balance-to-562-Million-Financial-Strength-Drives-Centerras-Self-Funded-Growth-Strategy-Board-Chair-Transition-Underscores-Continued-Leadership/default.aspx>
<https://www.globenewswire.com/de/news-release/2025/02/20/3030143/0/en/Eldorado-Gold-Delivers-Strong-2024-Full-Year-and-Fourth-Quarter-Financial-and-Operational-Results-Positive-Free-Cash-Flow-Realized-in-the-Quarter-and-Full-Year.html>

Uzman Kuruluş Raporu

Alucra Altın Madeni

Bin USD	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Yıllık Kapasite			534.872	1.069.744	1.069.744	1.069.744	1.069.744	1.069.744	1.069.744	1.069.744	1.069.744	1.069.744	534.872
Tenör			0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100	0,3100
Geri Kazanım Oranı			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Altın Üretimi, Kg			116.067	232.134	232.134	232.134	232.134	232.134	232.134	232.134	232.134	232.134	116.067
Altın Üretimi, Ounce			3.732	7.463	7.463	7.463	7.463	7.463	7.463	7.463	7.463	7.463	3.732
Altın Fiyatı			3.737	3.629	3.701	3.775	3.851	3.928	4.006	4.086	4.168	4.252	4.337
Satışlar			13.945.917	27.081.507	27.623.137	28.175.600	28.739.112	29.313.894	29.900.172	30.498.175	31.108.139	31.730.302	16.182.478
FAVÖK Marjı			62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%
FAVÖK			8.716.198	16.925.942	17.264.461	17.609.750	17.961.945	18.321.184	18.687.607	19.061.360	19.442.587	19.831.438	10.114.000
Amortisman		1.363.636	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	3.181.818	1.818.182
FVÖK		(1.363.636)	5.534.380	13.744.124	14.082.642	14.427.932	14.780.127	15.139.366	15.505.789	15.879.541	16.260.769	16.649.620	8.295.818
Vergi		(340.909)	1.383.595	3.436.031	3.520.661	3.606.983	3.695.032	3.784.841	3.876.447	3.969.885	4.065.192	4.162.405	2.073.900
Yatırım Harcamaları	15.000.000	20.000.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları	(15.000.000)	(19.659.091)	7.332.603	13.489.911	13.743.800	14.002.767	14.266.913	14.536.342	14.811.160	15.091.474	15.377.395	15.669.033	8.040.100
AOSM	0,13	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
İndirgeme Faktörü	0,83	0,74	0,66	0,58	0,52	0,46	0,41	0,36	0,32	0,29	0,26	0,23	0,20
İndirgenmiş Nakit Akımları	(12.459.909)	(14.515.585)	4.812.567	7.870.007	7.127.223	6.454.682	5.845.727	5.294.331	4.795.043	4.342.928	3.933.518	3.562.772	1.624.900

USD

Net Bugünkü Değer 28.688.304

Şirket adı	Ülke	Rezerv (m Oz)	Firma Değeri	FD/Rezerv	FAVÖK Marjı
AGNICO EAGLE MINES LTD	Kanada	54	104.079	1.917x	70,2%
GOLD FIELDS LTD	Güney Afrika	44	47.370	1.070x	61,3%
ANGLOGOLD ASHANTI PLC	Birleşik Krallık	33	54.053	1.622x	50,4%
NORTHERN STAR RESOURCES LTD	Avustralya	22	28.981	1.298x	54,1%
PERSEUS MINING LTD	Avustralya	5	4.737	947x	56,2%
ALAMOS GOLD INC-CLASS A	Kanada	14	17.947	1.286x	70,8%
Ortalama				1.357x	60,5%

Kaynak: Bloomberg Terminal

Altın maden ruhsatlarına ilişkin Çiftay Yönetimi tarafından sağlanan karlılıklar tarafımızca sorgulanmıştır. Bloomberg Terminal platformu kullanarak tespit ettiğimiz halka açık şirketlerin (yalnızca altın madeni işleten şirketler analiz edilmiştir.) FAVÖK marjlarının ilgili çalışma ile tutarlı olduğu gözlemlenmiştir.

Altın maden projelerine ilişkin yatırım maliyetleri, mevcut projelerin cari aşamaları dikkate alınarak, ilave arama harcamaları ile aşağıda linkleri verilen yakın tarihli fizibilite raporlarında açıklanan tesis maliyetleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Literatür ortalaması 120-160 USD/ounce olan tesis yatırım maliyetlerine sondaj maliyetleri ve izinler gibi maliyetler de eklenerek Akarca için 220 USD/ounce, Alucra için (daha fazla geliştirme masrafı öngörüldüğü için) 440 USD/ounce dikkate alınmıştır.²

² <https://integratesources.com/news/integra-delivers-robust-feasibility-study-for-delamar-gold-silver-heap-leach-project-highlighting-improved-economics-and-reduced-development-risk/>
<https://solidus-resources.com/spring-valley-project/2025-feasibility-study/>

Uzman Kuruluş Raporu

Değerleme Özeti:

Tablo: Çiftay Değerleme Özeti

Bin TL	Değer	Ağırlık
İNA	30.610.602	50%
FD/FAVÖK	26.330.965	35%
F/K	77.150.097	15%
Çiftay - Özkaynak Değeri	36.093.653	
Maden Ruhsatları	15.029.105	
iskonto	75,0%	
Maden Ruhsatları - iskonto sonrası	3.757.276	
Çiftay - Özkaynak Değeri	39.850.929	
İllikidite İskontosu	34,0%	
Çiftay - Özkaynak Değeri - iskonto sonrası	26.301.613	

Çiftay'ın ağırlıklandırılmış piyasa değeri **39,8 Milyar TL** olarak belirlenmiştir. Çiftay'ın halka açık bir şirket olmadığı göz önünde bulundurularak değerlendirme sonucu **%34 illikidite iskontosu** sonrasında **26,3 Milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

5. Sonuç

Batıçim'in değerlendirme analizinde; borsa değeri, piyasa yaklaşımı kapsamında Firma Değeri/FAVÖK, Firma Değeri/Satışlar, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları ("İNA") yöntemleri kullanılmıştır.

Batıçim'in ağırlıklandırılmış piyasa değeri **26,316 milyar TL** olarak belirlenmiştir.

Tablo: Batıçim Değerleme Özeti

Bin TL	Borsa Değeri	İNA	FD/FAVÖK
Hesaplanan Değer	27.575.345	27.676.145	18.947.815
Ağırlık	%50,0	%35,0	%15,0
Batıçim Ağırlıklandırılmış Değer		26.316.496	

Çiftay'ın ağırlıklandırılmış piyasa değeri **26,302 milyar TL** olarak belirlenmiştir.

Tablo: Çiftay Değerleme Özeti

Bin TL	İNA	FD/FAVÖK	F/K
Hesaplanan Değer	30.610.602	26.330.965	77.150.097
Ağırlık	%50,0	%35,0	%15,0
Ağırlıklandırılmış Değer		36.093.653	
Maden Ruhsatları*		15.029.105	
iskonto oranı		75%	
Maden Ruhsatları - iskonto sonrası		3.757.276	
Çiftay - Özkaynak Değeri		39.850.929	
illikidite İskontosu (-)		35%	
Çiftay - Özkaynak Değeri		26.301.613	

	Piyasa Değeri - TL	Birleşme Oranı	Sermaye - TL	Hisse Adedi	Hisse Başına Fiyat	Değişim Oranı
Batıçim	26.316.495.874	0.50014142	5.580.000.000	5.580.000.000	4.72	1.0000
Çiftay	26.301.613.448	0.49985858	2.500.000.000	250.000	105.206	22.307.3777
Toplam	52.618.109.322	1				

Birleşme Öncesi Batıçim Sermayesi	5.580.000.000
Sermaye Arttırımı Adedi	5.576.844.415
Ulaşılabilecek Sermaye	11.156.844.415
Sermaye Arttırımı Oranı	99,9434%

Kaynak: Bulls Yatırım Analizi

Uzman Kuruluş Raporu

Birleşme & Hisse Değişim Oranı

Uzman Kuruluş Raporu'na göre birleşme oranı 0,50014142 olarak belirlenmiş, bu kapsamda birleşme işlemi nedeniyle yapılacak sermaye artırım tutarının (ayrılma hakkını kullanan pay sahipleri olması halinde değişmesi hali dışında) 5.576.844.415 TL olacağı ve bu doğrultuda birleşme sonrasındaki sermayenin 11.156.844.415 TL olacağı belirtilmiştir. Uzman Kuruluş Raporu'na göre değişim oranı 22.307,3777 hesaplanmış olup 10.000 TL nominal değeri olan 1 adet Çiftay pay senedi için 22.307,3777 adet 1 TL nominal değere sahip Batıçım pay senedi verilecektir. Toplamda 250.000 adet Çiftay pay senedi için 5.576.844.415 adet Batıçım pay senedi verilecek olup Batıçım sermayesi 5.576.844.415 TL artırılarak 11.156.844.415 TL'ye yükseltilecektir.

Uzman Kuruluş Raporu

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

Konu: Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 24.02.2026 tarihli Uzman Kuruluş Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Kadir Berkay Aytekin
Genel Müdür Yardımcısı

Burçkan Kaplan
Müdür