

LİMAK DOĞU ANADOLU ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ANALİST RAPORU

13.02.2024

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22.06.2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Limak Doğu Anadolu Çimento” / “Şirket”) halka arzının, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tera Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	LMKDC
Pay Başına Hisse Fiyatı	16,20 TL
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Şekli	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	14-15-16 Şubat 2024
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	386.179.700 TL
Halka Arz Edilen Pay Miktarı Toplam Nominal	155.930.000
Sermaye Artırımı	130.000.000
Ortak Satışı	25.930.000
Tahsisat Grupları	%70 Yurt içi Bireysel Yatırımcılar, %30 Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Tahsis Edilen Pay	109.151.000 (%70)
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara Tahsis Edilen Pay	46.779.000 (%30)
Halka Arz Büyüklüğü	2.526.066.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%30,2
Halka Arz İskontosu	%20
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirinin %20'si (505.213.200 TL) 30 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler kapsamında kullanılacaktır.
Halka Arza İlişkin Taahhütler	Şirket, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımı yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımı kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.

Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu

1.1. Ortaklık Yapısı

Son genel kurul toplantısı ve son durum itibarıyla sermayedeki veya toplam oy hakkı içindeki payları doğrudan veya dolaylı olarak %5 ve fazlası olan gerçek kişilere ve sermayeden en fazla paya sahip tüzel kişi pay sahibine ilişkin bilgi aşağıda temin edilmektedir. Son durum itibarıyla; Şirket'in güncel pay sahipliği yapısı aşağıdaki gibidir.

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Pay Sahipliği Yapısı

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	27.12.2023		Son Durum	
	TL	%	TL	%
Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Limak Çimento")	386.179.700	100	386.179.700	100
GENEL TOPLAM	386.179.700	100	386.179.700	100

Limak Çimento Sahipliği Yapısı

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	27.12.2023		Son Durum	
	TL	%	TL	%
%5 Üzerinde Pay Sahipliği Bulunanlar				
Limak İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	122.787.576	55,31	122.787.576	55,31
Yapısan Turizm İnşaat Sanayi Pazarlama ve Ticaret A.Ş.	92.985.660	41,89	92.985.660	41,89
%5 Altında Pay Sahipliği Bulunanlar				
Limak Holding A.Ş.	6.223.227	2,80	6.223.227	2,80
GENEL TOPLAM	221.966.463	100	221.966.463	100

Limak İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Pay Sahipliği Yapısı

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	27.12.2023		Son Durum	
	TL	%	TL	%
Limak Holding A.Ş.	355.000.000	100	355.000.000	100
GENEL TOPLAM	355.000.000	100	355.000.000	100

Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Onaylı İzahnamesi

2. Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Çimento sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in ana faaliyet konusu klinker ve çimento üretimi ve pazarlaması ile yurt içi ve yurt dışı satışlarıdır. Şirket, Şanlıurfa'da bulunan tesisinde klinker ve çimento üretimi için entegre bir çimento fabrikası işletmektedir. Güneydoğu Anadolu Projesi kapsamında ülke ekonomisine katkı sağlamak amacı ile 1976 yılında Şanlıurfa Bozova yolu 16. km'de Büyük Kargılı ve Korukezen Köyleri arasında toplamda 875.326 metrekare (kapalı ve açık alan) arazi üzerine kurulmuş olan Urfa Fabrikası 1986 yılının Mart ayında üretime başlamış ve 554.000 ton / yıl klinker, 590.000 ton / yıl çimento üretim kapasitesi ile aynı yıl Haziran ayında ilk çimento satışını gerçekleştirmiştir. Urfa Fabrikası 30 Eylül 2023 itibarıyla yıllık toplam 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine sahiptir. Şirket'in 30 Eylül 2023 tarihinde sona eren dokuz aylık döneme ait gelirinin %94,7'si çimento satışlarından, kalan kısmı ise yarı mamul (klinker) satışlarından oluşmaktadır.

2.1. Halka Arz Gelirin Kullanım Alanı

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirlerin tamamını, Şirket'in faaliyet gösterdiği çimento sektöründe, stratejik büyüme hedefi kapsamında Limak Çimento'nun mülkiyetinde bulunan, Diyarbakır ili Ergani ilçesindeki 793.000 ton/yıl klinker ve 1.400.000 ton/yıl çimento üretim kapasitesi olan Ergani Fabrikası'nın Türk Borçlar Kanunu'nun 202'inci maddesi hükmü uyarınca malvarlığı ve işletme devri yöntemiyle bağımsız bir değerlendirme kuruluşu olan Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 22 Ocak 2024 tarihli değerlendirme raporu akabinde belirlenen 2.472.000.000 TL bedel üzerinden tüm aktif ve pasifleri ile birlikte devralınması amacıyla kullanmayı planlamaktadır. Söz konusu satış ve devire yönelik olarak Şirket yönetim kurulu 29 Ocak 2024 tarihinde 137 sayılı bir yönetim kurulu kararı almıştır ve Şirket ve Limak Çimento arasında 30 Ocak 2024 tarihinde bir devir sözleşmesi imzalanmıştır.

3. Özet Finansallar

Bilanço Tablosu:

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023
Dönen Varlıklar	175.731.132	458.791.817	783.981.520	777.249.711
Duran Varlıklar	134.657.960	164.491.945 1	298.315.413	381.064.602
Toplam Varlıklar	310.389.092	623.283.762	1.082.296.933	1.158.314.313
Kısa Vadeli Yükümlülükler	185.192.307	459.810.795	447.445.100	463.667.714
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.489.759	27.417.527	60.746.888	97.566.801
Özkaynaklar	106.707.026	136.055.440	574.104.945	597.079.798
Toplam Kaynaklar	310.389.092	623.283.762	1.082.296.933	1.158.314.313

Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu:

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2020	31.12. 2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	314.311.096	535.718.488	1.171.096.300	826.495.843	1.442.979.539
Satışların Maliyeti	-265.264.922	-494.424.780	-815.218.602	-615.406.565	-762.187.035
Brüt Kar	49.046.174	41.293.708	355.877.698	211.089.278	680.792.504
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-3.060.062	-3.996.712	-7.164.639	-5.148.526	-11.777.817
Genel yönetim giderleri (-)	-10.220.485	-13.201.566	-24.942.682	-17.032.113	-40.404.752
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	43.516.042	114.759.017	182.259.712	163.305.320	146.592.261
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-24.486.569	-82.969.479	-105.516.492	-98.585.655	-70.209.191
Esas faaliyet karı	54.795.100	55.884.968	400.513.597	253.628.304	704.993.005
Finansman gelirleri	7.151	106.325	416.689	322.442	-
Finansman giderleri (-)	-1.620.474	-2.766.472	-7.431.972	-5.134.127	-16.223.533
Vergi öncesi kar	53.181.777	53.224.821	393.498.314	248.816.619	688.769.472
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri/gideri	-30.928	505.591	1.473.875	984.247	453.566
Dönem vergi geliri/gideri	-24.669	-5.036	-17.320	-2.783	-2.335.516
Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-6.259	510.627	1.491.195	987.030	2.789.082
Net dönem karı	53.150.849	53.730.412	394.972.189	249.800.866	689.223.038

Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

- Şirket'in Halk Yatırım tarafından hazırlanan 15.01.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda Limak Doğu Anadolu Çimento paylarının değerlemesinde İNA analizi %40 ve Çarpan Analizleri %60 ağırlıklandırılmış olup, 7.824.591.449 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.
- Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK, FD/Net Satış ve F/K çarpanları kullanılırken söz konusu çarpanlara sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlık verilmiştir. Ayrıca çarpan analizinde yurt dışı benzer şirketler ve BİST Taş, Toprak Endeksi şirketleri olmak üzere iki ayrı grup kullanılmış ve bu gruplara %50'şer ağırlık verilmiştir.
- İNA ve çarpan analizleri ağırlıklandırılarak halka arz öncesi 1 TL nominal pay değeri 20,26 TL olarak hesaplanırken %20 halka arz iskontosunun uygulanmasının ardından iskonto sonrası 1 TL nominal pay değeri 16,20 TL olarak hesaplanmıştır.

4.1. İNA Değerlemesi

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2023 tarihindeki firma değeri bulunmuş ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip finansal borçlar çıkarılarak Şirket'in 30.09.2023 tarihindeki özsermaye değeri 7.881.696.566 TL olarak hesaplanmıştır. 30.09.2023 tarihli özsermaye değeri, fiyat tespit raporu tarihi olan 15.01.2024 tarihindeki karşılığına 2023 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 8.587.269 TL olarak hesaplanmıştır.

Mali Dönem (Mn TL)	2023 4Ç (T)	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	Devam Eden Değer
Net Satışlar	816.260.610	3.588.360.930	4.516.828.734	5.469.796.419	6.315.808.882	7.414.172.518	
Satışların Maliyeti (-)	436.090.055	1.889.100.268	2.380.227.161	2.903.522.978	3.372.923.343	3.979.714.971	
Brüt Kar	380.170.555	1.699.260.662	2.136.601.572	2.566.273.441	2.942.885.539	3.434.457.546	
Brüt Kar Marjı	%46,57	%47,35	%47,30%47,30	%46,92	%46,60	%46,32	
Faaliyet Gideri(-)	25.724.847	123.740.687	155.757.880	188.619.924	217.793.735	255.669.599	
FVÖK	354.445.708	1.575.519.975	1.980.843.692	2.377.653.517	2.725.091.804	3.178.787.947	
Amortisman	7.495.207	32.949.657	41.475.192	50.225.694	57.994.093	68.079.675	
FAVÖK	361.940.914	1.608.469.632	2.022.318.885	2.427.879.211	2.783.085.897	3.246.867.622	
FAVÖK Marjı	%43,42	%43,91	%43,85	%43,47	%43,15	%42,87	
Vergi (-)	85.066.970	346.614.394	435.785.612	523.083.774	599.520.197	699.333.348	
Net İşletme Sermayesi Değişimi	62.748.112	199.986.089	89.022.584	60.557.494	13.993.088	12.771.963	
Yatırımlar	-	53.825.414	67.752.431	82.046.949	94.737.133	111.212.588	
Serbest Nakit Akımı	214.125.833	1.008.043	1.429.758.258	1.762.190.997	2.074.835.479	2.423.549.723	12.021.859.968
AOSM	%34	%32	%30	%28	%26	%26	%26
İskonto Faktörü	0,96	0,81	0,62	0,48	0,38	0,30	0,30
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akımı	206.433.875	815.987.856	884.226.427	844.826.214	782.567.505	724.506.993	3.593.869.575
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	4.258.870						
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	%5,00						
İndirgenmiş Devam Eden Değer	3.593.869.575						
Firma Değeri (30.09.2023)	7.852.418.445						
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	29.278.121						
- Finansal Borçlar	0						
Özsermaye Değeri (mn TL) (30.09.2023)	7.881.696.566						
Özsermaye Değeri (mn TL) (15.01.2024)	8.587.733.269						

Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

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

5. Değerleme Sonucu

İNA analizinin %40 ve piyasa çarpanları analizinin %60 ağırlıklandırılması sonucunda sırasıyla 3.435.109.307 TL ve 4.389.482.141 TL özsermaye değeri hesaplanmış, , böylelikle halka arz iskontosu öncesi 7.824.591.449 TL özsermaye değerine ve 20,26 TL pay başı değere ulaşılmıştır. Halka arz pay fiyatı, %20,0 halka arz iskontosu sonrası, 16,20 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özsermaye Değeri (mn TL)
1.İndirgenmiş Nakit Akışları	%40	3.435.109.307
2.Pazar Yaklaşımı	%60	4.389.482.141
2.1.Yurt Dışı Benz.er Şirketler	%50	3.357.350.885
2.2.BİST Taş, Toprak Endeksi	%50	3.958.452.684
TOPLAM		7.824.591.449

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

Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı

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

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

GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA") ile Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi yöntemlerinin kullanılmış olmasını uygun buluyoruz.
- İNA analizi yönteminde kullanılan AOSM'nin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Hesaplanan sermaye değeri üzerinden %20,00 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra piyasa değeri 6.256.111.140 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, 16,20 TL olarak hesaplanan halka arz pay başına değerini makul buluyoruz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak,
İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., herhangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece buradayı alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.