

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.

‘Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Limak Doğu Anadolu Çimento”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, konsorsiyum lideri Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket, Bakanlar Kurulu’nun 11 Haziran 1976 tarih ve 7/12077 sayılı kararına istinaden 12 Haziran 1976 tarih ve 15614 sayılı resmi gazete ilanı ile “Türkiye Çimento Sanayi T.A.Ş. Kurtalan Çimento Fabrikası” unvanı ile kurulmuştur. Şirket’in paylarının tamamı Limak Çimento’ya aittir. Çimento sektöründe faaliyet gösteren Şirket’in ana faaliyet konusu klinker ve çimento üretimi ve pazarlaması ile yurt içi ve yurt dışı satışlarıdır. 10’u Türkiye’de olmak üzere toplamda 12 çimento fabrikası, 9,6 milyon ton klinker kapasitesi ve 17,6 milyon ton öğütme kapasitesine sahiptir.

30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla Türkiye’nin Güneydoğu Anadolu Bölgesi’nde yer alan Şanlıurfa şehrinde bulunan tesisinde klinker ve çimento üretimi için entegre bir çimento fabrikası işletmektedir. GAP kapsamında ülke ekonomisine katkı sağlamak amacı ile 1976 yılında Şanlıurfa Bozova yolu 16. Km’de Büyük Kargılı ve Korusken Köyleri arasında toplamda 875.326 metrekare(kapalı ve açık alan) arazi üzerine kurulmuş olan Urfa Binası 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. 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla Urfa Fabrikası 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine sahiptir.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Operasyonel Faaliyetleri

Şirket'in faaliyetleri iki ana ürün koluna odaklanmıştır: klinker ve çimento üretimi. Klinker ve çimento, tek bir üretim adımları zinciri içerisinde farklı aşamalarda elde edilmekte olan iki farklı üründür. Urfa Fabrikası, hem klinker hem de çimento üretmek için gereken altyapıyı barındırması nedeniyle entegre çimento fabrikası özelliği taşımaktadır.

Klinker, çimentonun ana bileşeni ve yarı mamul halidir. Klinkerin ana ham maddeleri "kalker" ve "marn" olup bunların yanı sıra "boksit", "cüruf" ve "alçı taşı" da klinker üretiminde kullanılan diğer hammaddelerdendir. Çimentonun bir önceki safhası olarak da adlandırılabilir olan klinker, yapısında pişirilmiş biçimde %30 kil, ve %70 kalker içeren iri taneli bir malzemedir.

Şirket'in klinker ve çimento üretim ve satış bilgilerini içeren tablo aşağıdaki gibidir:

	31 Aralık			30 Eylül
('000 ton)	2020	2021	2022	2023
Klinker Üretim Miktarı	1.441	1.619	1.136	906
Klinker Satış Miktarı	696	777	265	112
Çimento Üretim Miktarı	948	1.048	1.080	875
Çimento Satış Miktarı	949	1.051	1.075	878

Şirket, üretmiş olduğu klinkerin bir kısmını yarı mamul olarak kendi çimento üretiminde kullanmakta olup kalan kısmını ise tek başına bir ürün olarak üçüncü taraflara satmaktadır. 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla Şirket üretmiş olduğu klinkerin %79,4'ünü çimento üretiminde kullanırken, %12,4'ünü üçüncü taraflara, söz konusu taraflarca yarı mamul olarak kullanılmak üzere, satılmıştır.

Şirket'i yıllara göre faaliyetleri kapsamındaki TL cinsinden brüt satışları aşağıda yer almaktadır:

Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Yurt İçi Satışlar	203,2	310,4	1.059,4	706,7	1.458,3
Yurt Dışı Satışlar	114,8	230,5	137,5	137,5	-

Şirket'in yurt dışı satışları Limak Çimento'nun Birleşik Arap Emirlikleri'nde mukim bir iştiraki olan Limak Cement FZE'ye yapılan klinker satışlarından oluşmaktadır.

Şirket'in ürün bazında net satış hasılatının kırılımı aşağıdaki gibidir:

Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Çimento	179,3	306,4	996,1	651,5	1.336,6
Klinker	135,0	229,3	175,0	175,0	76,3
Toplam	314,3	535,7	1.171,1	826,5	1.443,0

Özet Finansallar:

2020, 2021, 2022, 2022/9 ve 2023/9 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	314,3	535,7	1.171,1	826,5	1.443,0
Brüt Kar	49,0	41,3	355,9	211,1	680,8
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>16%</i>	<i>8%</i>	<i>30%</i>	<i>26%</i>	<i>48%</i>
Esas Faaliyet Karı	54,8	55,9	400,5	253,6	705,0
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>50%</i>
FAVÖK*	66,8	66,2	411,3	260,0	718,2
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>21%</i>	<i>12%</i>	<i>35%</i>	<i>31%</i>	<i>51%</i>
Net Kar	53,2	53,7	395,0	249,8	689,2
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	<i>34%</i>	<i>30%</i>	<i>49%</i>
Net Finansal Borç/(Nakit)	(1,1)	(1,5)	(3,2)	-	(29,3)

*Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler dahil hesaplanmıştır.

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- **Ergani Fabrikası'nın devralınması: %100**

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. İNA yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2023-2028 projeksiyonları kullanılarak TL bazında değerlendirilmiştir. Çarpan Analizinde ise 30 Eylül 2023 itibarıyla son 12 aylık döneme ait finansal gerçekleştirmeler ile yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK, FD/Net Satış ve F/K medyan çarpanları kullanılarak piyasa yaklaşımına göre özsermaye değeri hesaplanmıştır. Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizleriyle ulaşılan özsermaye değerleri eşit ağırlıklandırılmıştır. İNA yöntemine %40, çarpan analizi yöntemine %60 ağırlık verilerek 7.825 milyon TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır, bu değerlendirme üzerinden %20 halka arz iskontosu uygulanarak 6.256 milyon TL iskontolu özsermaye değerine ulaşılmıştır. İskontosuz özsermaye değerinin

işaret ettiği birim pay değeri 20,26 TL iken, halka arz iskontosu uygulanmış haliyle birim pay değeri 16,20 TL olarak belirlenmiştir.

A - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA yönteminde 2023-2028 dönemi için projeksiyon çalışmaları yapılmıştır. İNA öngörülerinde üretim ve satış tonajları ve birim satış fiyatları beklenti ve varsayımları kullanılarak net satış gelirleri tahmin edilmiştir.

Risksiz getiri oranı, Türkiye'nin 5 yıl vadeli TL tahvilinin getirisi kullanılarak %28,5 olarak belirlenmiş, mevcut makroekonomik beklentiler doğrultusunda 2025 yılından itibaren kademeli olarak düşürülmüştür. Hisse senedi risk primi %5,5 ve hisse betası 1,0 olarak kullanılmıştır. Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koşulları göz önünde bulundurularak risksiz getiri oranı üzerine 400 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Devam eden büyüme oranı %5 varsayılmıştır. Kaldıraç oranı, Şirket'in mevcut durumda finansal borcu bulunmamasına karşın, üst yönetim hedefleri doğrultusunda %25 olarak belirlenmiştir.

Hesaplanan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmesinde kullanılan iskonto dönemi ilgili dönem ortalarını işaret edecek şekilde belirlenmiştir.

İNA yöntemi sonucunda, 30 Eylül 2023 itibarıyla 7.882 milyon TL olarak hesaplanan özsermaye değeri, %34 özkaynak maliyeti ile ilerletilerek 15 Ocak 2024 itibarıyla 8.588 milyon TL özsermaye değeri hesaplanmıştır.

AOSM Varsayımları	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	28.5%	28.5%	26.5%	24.5%	22.5%	22.5%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Piyasa Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Özkaynak Maliyeti	34.0%	34.0%	32.0%	30.0%	28.0%	28.0%
Kurumlar Vergisi Oranı	24.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Borçlanma Maliyeti	32.5%	32.5%	30.5%	28.5%	26.5%	26.5%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	24.7%	25.4%	23.8%	22.2%	20.7%	20.7%
Hedeflenen Kaldıraç Oranı	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
AOSM	34.0%	31.8%	30.0%	28.1%	26.2%	26.2%

İNA Analizi	4Ç23T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar (milyon TL)	816.3	3,588.4	4,516.8	5,469.8	6,315.8	7,414.2
(-) Satışların Maliyeti (milyon TL)	436.1	1,889.1	2,380.2	2,903.5	3,372.9	3,979.7
Brüt Kar (milyon TL)	380.2	1,699.3	2,136.6	2,566.3	2,942.9	3,434.5
(-) Faaliyet Giderleri (milyon TL)	25.7	123.7	155.8	188.6	217.8	255.7
FVÖK (milyon TL)	354.4	1,575.5	1,980.8	2,377.7	2,725.1	3,178.8
(+) Amortisman	7.5	32.9	41.5	50.2	58.0	68.1
FAVÖK (milyon TL)	361.9	1,608.5	2,022.3	2,427.9	2,783.1	3,246.9
(-) Vergi (milyon TL)	85.1	346.6	435.8	523.1	599.5	699.3
(-) NİS Değişimi (milyon TL)	62.7	200.0	89.0	60.6	14.0	12.8
(-) Yatırımlar (milyon TL)	0.0	53.8	67.8	82.0	94.7	111.2
Serbest Nakit Akımı (milyon TL)	214.1	1,008.0	1,429.8	1,762.2	2,074.8	2,423.5
AOSM	34.0%	31.8%	30.0%	28.1%	26.2%	26.2%
İskonto Dönemi**	0.125	0.750	1.750	2.750	3.750	4.750
İskonto Faktörü	0.96	0.81	0.62	0.48	0.38	0.30
İndirgenmiş Nakit Akımı (milyon TL)	206.4	816.0	884.2	844.8	782.6	724.5
Özsermaye Değeri						
Nakit Akımları Toplamı (milyon TL)	8,912.5*					
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı (milyon TL)	4,258.5					
Devam Eden Büyüme Oranı	5.0%					
Devam Eden İskonto Oranı	26.2%					
Devam Eden Değer (milyon TL)	12,021.9					
Devam Eden FD/FAVÖK*	3.7x*					
İndirgenmiş Devam Eden Değer (milyon TL)	3,593.9					
Firma Değeri (milyon TL)	7,852.4					
Devam Eden Değer Payı	45.8%*					
(+) Nakit ve Nakit Benzerleri (milyon TL)	29.3					
(-) Finansal Borçlar (milyon TL)	0.0					
30 Eylül 2023 İtibarıyla Özsermaye Değeri (milyon TL)	7,881.7					
Özkaynak Maliyeti	34.0%*					
İlerletme Faktörü	1.09					
15 Ocak 2024 İtibarıyla Özsermaye Değeri (milyon TL)	8,587.8					

* Halk Yatırım varsayım ve tahminleri kullanılarak hesaplanmıştır.

* Dönem ortalarına denk gelmektedir.

B - Çarpan Analizi

Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketler medyan çarpanları ile yurt dışı benzer şirketler medyan çarpanlarının işaret ettiği özsermaye değerleri eşit ağırlıklandırılmıştır. Özsermaye değeri hesaplanırken Şirket'in 9A23 itibarıyla son 12 aylık dönemlere ilişkin finansal verileri baz alınmıştır. FD/FAVÖK, FD/Net Satış ve F/K çarpanları yapılan özsermaye değeri hesaplamalarında %50/%25/%25 ağırlığa sahiptir. Yurt içi benzer şirketler için "BIST Taş, Toprak Endeksi" içerisinde yer alan şirketler kullanılmıştır. Çarpan analizi sonucunda 7.316 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Yaklaşımı	FD/FAVÖK*	FD/Net Satış*	F/K*	Ağırlıklı Toplam
Yurt İçi Benzer Şirketler				
Medyan Çarpan	11.9x	2.3x	11.9x	
Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon TL)	9,292.8	4,212.2	8,869.8	7,916.9
Ağırlık	50%	25%	25%	
Yurt Dışı Benzer Şirketler				
Medyan Çarpan	10.4x	1.2x	11.1x	
Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon TL)	8,152.4	2,254.8	8,299.1	6,714.7
Ağırlık	50%	25%	25%	
Özsermaye Değeri		Toplam	Ağırlık	
Yurt İçi Benzer Şirketler (milyon TL)		7,916.9	50%	
Yurt Dışı Benzer Şirketler (milyon TL)		6,714.7	50%	
Ağırlıklı Toplam Özsermaye Değeri (milyon TL)			7,315.8	

* FAVÖK, Net Satış ve Net Kar verileri 9A23 itibarıyla son 12 aylık dönem toplamlarıdır.

5. Sonuç:

Özsermaye değeri; İNA yöntemi sonucunda 8.588 milyon TL, çarpan analizi sonucunda 7.316 milyon TL olarak hesaplanmıştır. İNA yöntemine %40, çarpan analizi yöntemine %60 ağırlık verilerek 7.825 milyon TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır, bu değerleme üzerinden %20 halka arz iskontosu uygulanarak 6.256 milyon TL iskontolu özsermaye değerine ulaşılmıştır. İskontosuz özsermaye değerinin işaret ettiği birim pay değeri 20,26 TL iken, halka arz iskontosu uygulanmış haliyle birim pay değeri 16,20 TL olarak belirlenmiştir.

Özsermaye Değeri	Toplam	Ağırlık
Gelir Yaklaşımı (milyon TL)	8,587.8	40%
Pazar Yaklaşımı (milyon TL)	7,315.8	60%
Yurt İçi Benzer Şirketler (milyon TL)	7,916.9	50%
Yurt Dışı Benzer Şirketler (milyon TL)	6,714.7	50%
İskontosuz Özsermaye Değeri (milyon TL)	7,824.6	
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (milyon TL)	386.2	
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	20.26	
Halka Arz İskontosu	20%	
İskontolu Özsermaye Değeri (milyon TL)	6,256.1	
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (milyon TL)	386.2	
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	16.20	

Değerleme Çarpan Analizi*	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Finansal Metrikler						
Net Satış (milyon TL)	2,259.2	3,588.4	4,516.8	5,469.8	6,315.8	7,414.2
FAVÖK (milyon TL)	1,003.8	1,608.5	2,022.3	2,427.9	2,783.1	3,246.9
Hesaplanan Özsermaye ve Firma Değerleri						
İskontolu Özsermaye Değeri (milyon TL)				6,256.1		
(-) Nakit ve Nakit Benzerleri (milyon TL)				-29.3		
(+) Finansal Borçlar (milyon TL)				0.0		
İskontolu Firma Değeri (milyon TL)				6,226.8		
Hesaplanan Değerleme Çarpanları						
FD/Net Satış	2.8x	1.7x	1.4x	1.1x	1.0x	0.8x
FD/FAVÖK	6.2x	3.9x	3.1x	2.6x	2.2x	1.9x

* Halk Yatırım varsayım ve tahminleri kullanılarak hesaplanmıştır.

Limak Doğu Anadolu Çimento için hazırlanmış fiyat tespit raporunun değerlendirme kısmına ilişkin yorumlarımızı aşağıda listeliyoruz:

- Kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yöntemi olarak gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.

- Gelir modelinde kullanılan üretim ve satış tonajı tahminlerinin, Şirket'in geçmiş dönem üretim gerçekleştirmeleri ve orta vadeli bölgesel piyasa talebine ilişkin destekleyici görünüm göz önünde bulundurulduğunda makul olduğunu düşünüyoruz.
- Gelir modelinde kullanılan birim fiyat varsayımları, dönem sonu TÜFE enflasyonlarına paralel bir seyri işaret etmekte, reel fiyat artışı öngörmemektedir. TÜFE'ye göre düzelttiğimiz Çimento, Kireç ve Alçı Madde Sepeti Fiyat Endeksi'nin;
 - Aralık 2003 – Aralık 2023 arasındaki 20 yıllık dönemde yıllık %3 bileşik reel artış (endeks ortalaması: 116)
 - Aralık 2013 – Aralık 2023 arasındaki 10 yıllık dönemde yıllık %6 bileşik reel artış (endeks ortalaması: 117)
 - Aralık 2018 – Aralık 2023 arasındaki 5 yıllık dönemde yıllık %13 bileşik reel artış (endeks ortalaması: 164)
 - Aralık 2020 – Aralık 2023 arasında 3 yıllık dönemde yıllık %23 bileşik reel artış (endeks ortalaması: 191)
 - Aralık 2022 – Aralık 2023 arasındaki 1 yıllık dönemde ise Ocak 2023'teki tarihi zirvesi olan 2020'den gerileyerek yıllık %17 reel azalış (endeks ortalaması 202)

gösterdiğini hesaplıyoruz. İlgili dönemlerdeki ortalama verileri de göz önünde bulundurduğumuzda; değerlemede kullanılan birim fiyat varsayımlarına ilişkin kısa vadede aşağı yönlü, uzun vadede yukarı yönlü risklerin ağırlıkta olduğunu düşünüyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.