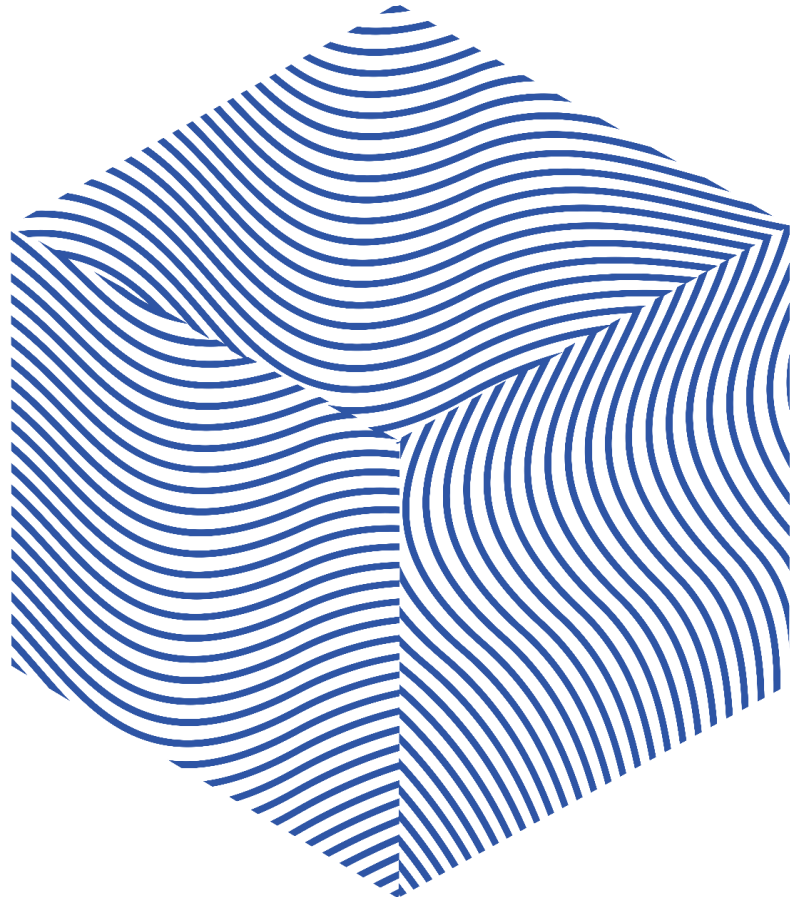




Limak Doğu Anadolu Çimento San. ve Tic. A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

13 Şubat 2024



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında	5
2.1	Üretim Faaliyetlerine ilişkin Genel Bilgi	5
2.2	Satışlara İlişkin Genel Bilgi	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	8
4.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	8
4.1.1	Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri	9
4.1.2	BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri	10
4.2	Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi).....	11
5	Değerleme Sonucu	13
6	Görüş	13
6.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	13
6.2	Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi).....	14
6.3	Sonuç	14

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Limak Doğu Anadolu" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 15 Ocak 2024 tarihli fiyat tespit raporunu 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	386.179.700 TL
Halka Arz Oranı	%30,21
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: %83,37 Ortak Satışı: %16,63
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	155.930.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %70 Yurt İçi Kurumsal: %30
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %20'si ile 30 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	2.526.066.000 TL
Talep Toplama	14-15-16 Şubat
Halka Arz Fiyatı	16,20 TL
Bağımsız Denetçi	Eren Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Limak Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	A	308.943.760	80,00	308.943.760	59,85
	B	77.235.940	20,00	51.305.940	9,94
Halka Açık	B	-	-	155.930.000	30,21
TOPLAM		386.179.700	100,00	516.179.700	100,00

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Ergani Fabrikası'nın devralınması	100%

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında

2.1 Üretim Faaliyetlerine ilişkin Genel Bilgi

Çimento sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in ana faaliyet konusu klinker ve çimento üretimi ve pazarlaması ile yurt içi ve yurt dışı satışlarıdır. Şirket, Türkiye'nin Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde yer alan Şanlıurfa şehrinde bulunan tesisinde klinker ve çimento üretimi için entegre bir çimento fabrikası işletmektedir. Fabrika 30 Eylül 2023 itibarıyla yıllık toplam 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine ve 195 çalışana sahiptir. Urfa Fabrikası 801.710 m² açık alan ve 73.616 m² kapalı alan olmak üzere toplam 875.326 m² alan üzerine kuruludur.

2.2 Satışlara ilişkin Genel Bilgi

Limak Doğu Anadolu Çimento'nun yıllık hasılatının büyük bir kısmını çimento satışları oluşturmaktadır. Klinker ve çimento tek bir üretim adımları zinciri içerisinde farklı aşamalarda elde edilmekte olan iki farklı üründür. Şirket güncel stratejisi kapsamında 2020, 2021, 2022 yıllarında ve 30 Eylül 2023 tarihinde sona eren 9 aylık dönemde klinker üretimini (yalnızca kendi üreteceği çimentoya yönelik olarak) iç tüketim için gereken miktar ile sınırlamıştır.

Tablo 4: Hasılat Kırılımı

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Yurt İçi Satışlar	203.181.980	310.377.473	1.059.351.911	706.638.665	1.458.280.358
Yurt Dışı Satışlar (*)	114.757.365	230.454.008	137.480.753	137.480.753	-
Satış İade ve İskontoları (-)	-	-	(344.135)	-	(210.606)
Diğer İndirimler	(3.628.249)	(5.112.993)	(25.392.229)	(17.623.575)	(15.090.213)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Geçmiş dönemlerde global piyasalarda yaşanan belirsizlik neticesinde yükselen maliyet trendleri ile birlikte fiyat avantajları gözetilerek ihracat imkanları değerlendirilmiştir.

Tablo 5: Ürün Bazında Hasılat Kırılımı

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Çimento	179.298.438	306.422.342	996.111.175	651.510.718	1.366.649.569
Klinker	135.012.658	229.296.146	174.985.125	174.985.125	76.329.970
Toplam	314.311.096	535.718.488	1.171.096.300	826.495.843	1.442.979.539

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



3 Finansal Durum

Tablo 6: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.132.197	1.524.084	3.232.845	29.278.121
Ticari Alacaklar	137.306.722	369.440.496	575.906.312	438.339.838
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	87.493.701	289.476.448	346.225.833	13.368.609
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	49.813.021	79.964.048	229.680.479	424.971.229
Diğer Alacaklar	664.207	654.950	727.331	715.486
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	664.207	654.950	727.331	715.486
Stoklar	36.335.081	82.400.728	199.810.304	305.743.238
Peşin Ödenmiş Giderler	292.925	4.771.559	4.304.728	3.173.028
Dönen Varlıklar	175.731.132	458.791.817	783.981.520	777.249.711
Maddi Duran Varlıklar	133.394.404	163.013.233	297.097.346	380.032.395
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.263.556	1.478.712	1.218.067	1.032.207
Duran Varlıklar	134.657.960	164.491.945	298.315.413	381.064.602
TOPLAM VARLIKLAR	310.389.092	623.283.762	1.082.296.933	1.158.314.313
Ticari Borçlar	98.950.928	277.396.168	132.105.622	316.378.250
-İlişkili taraflara ticari borçlar	13.650.892	14.654.006	25.123.172	37.788.489
-İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	85.300.036	262.742.162	106.982.450	278.589.761
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.006.198	1.394.542	3.840.695	10.084.967
Diğer Borçlar	58.896.058	157.460.655	293.970.979	122.885.206
-İlişkili taraflara diğer borçlar	58.226.056	156.319.114	291.808.697	117.904.246
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	670.002	1.141.541	2.162.282	4.980.960
Ertelenmiş Gelirler	23.032.196	20.091.681	13.112.900	5.429.644
Dönem karı vergi yükümlülükleri	-	-	7.719	2.335.516
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.306.927	3.467.749	4.407.185	6.554.131
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	178.958	339.780	734.983	2.419.939
- Diğer karşılıklar	3.127.969	3.127.969	3.672.202	4.134.192
Kısa Vadeli Yükümlülükler	185.192.307	459.810.795	447.445.100	463.667.714
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.419.322	7.665.283	17.743.041	29.785.587
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	13.070.437	19.752.244	43.003.847	67.781.214
Uzun Vadeli Yükümlülükler	18.489.759	27.417.527	60.746.888	97.566.801
Ödenmiş Sermaye	350.000	350.000	350.000	386.179.700
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	50.702.972	79.472.709	178.443.900	216.532.274
- Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları	51.309.210	80.605.454	184.008.919	225.026.461
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	(606.238)	(1.132.745)	(5.565.019)	(8.494.187)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	62.638	62.638	62.638	191.631
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	2.440.567	2.439.681	276.218	(6.428.510)
Net Dönem Karı/Zararı	53.150.849	53.730.412	394.972.189	604.703
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: İzahname

Tablo 7: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU					
(TL)	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/(Zarar)	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/(Zararı)	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
Vergi geliri/(gideri)	(30.928)	505.591	1.473.875	984.247	453.566
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	<i>(24.669)</i>	<i>(5.036)</i>	<i>(17.320)</i>	<i>(2.783)</i>	<i>(2.335.516)</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri</i>	<i>(6.259)</i>	<i>510.627</i>	<i>1.491.195</i>	<i>987.030</i>	<i>2.789.082</i>
Dönem Karı/(Zararı)	53.150.849	53.730.412	394.972.189	249.800.866	689.223.038

Kaynak: İzahname



4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 15 Ocak 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Limak Doğu Anadolu Çimento ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır.

Tablo 8: Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler

	A	B	C	
Özet Finansallar	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023	Yıllıklandırılmış (A-B+C)
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.232.845		29.278.121	-
Finansal Yatırımlar	-		-	-
Finansal Borçlar	-		-	-
Net Borç	(3.232.845)		(29.278.121)	-
Net Satışlar	1.171.096.300	826.495.843	1.442.979.539	1.787.579.996
FVÖK	400.513.597	253.628.304	704.993.005	851.878.298
Amortisman	10.751.145	6.402.441	13.252.799	17.601.503
FAVÖK	411.264.742	260.030.745	718.245.804	869.479.801
FAVÖK Marjı	35,1%	31,5%	49,8%	48,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler (Net)	76.743.220	64.719.665	76.383.070	88.406.625
Düzeltilmiş FAVÖK	334.521.522	195.311.080	641.862.734	781.073.176
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	28,6%	23,6%	44,5%	43,7%
Net Kar	394.972.189	249.800.866	689.223.038	834.394.361
Net Kar Marjı	33,7%	30,2%	47,8%	46,7%
Düzeltilmiş Net Kar	318.228.969	185.081.201	612.839.968	745.987.736
Düzeltilmiş Net Kar Marjı	27,2%	22,4%	42,5%	41,7%

Çarpan Analizi kapsamında Yurt Dışı Benzer Şirketler ve BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri çarpanına uygulanacak Düzeltilmiş FAVÖK, Düzeltilmiş Net Kar ve Net Satışlar hesabı yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in Faiz ve Vergi Öncesi Karına Amortisman giderlerini ekleyerek FAVÖK elde edilmiştir. Daha sonra çoğunlukla kur farkı gelir ve giderlerinden oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderlerin net etkisini düşerek Düzeltilmiş FAVÖK'e ulaşılmıştır. Düzeltilmiş Net Kar'a ulaşabilmek için de yine aynı şekilde Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderlerin net etkisi düşülmüştür. Son olarak 2022, 2022/09 ve 2023/09 dönemleri için hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK, Düzeltilmiş Net Kar ve Net Satışlar yıllıklandırılarak değerlendirilerek kullanılacak baz / gösterge değerler hesaplanmıştır.

Yurt içindeki benzer şirketler olarak, BIST Taş, Toprak endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 12.01.2024 tarihli kapanış verileri üzerinden hesaplanan değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. Kaynak, Finnet olarak belirtilmiştir. Ayrıca yurt dışındaki seçilmiş benzer şirketlerin de 12.01.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. Kaynak, Bloomberg olarak belirtilmiştir.



Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel değerlendirme çarpanları olan; F/K (Fiyat/Kazanç), FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD/Satışlar (Firma Değeri/Satış Gelirleri), uç değerler alınarak medyan olarak dikkate alınmıştır.

Uç değerler belirlenirken medyanın yarısının aşağısı ve iki katının üstü uç değer olarak alınmıştır.

4.1.1 Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Tablo 9: Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt Dışı Benzer Şirket	Ülke	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Andhra Cements LTD	Hindistan	-	23,2	3,7	3,4
Anhui Conch Cement Co LTD-H	Çin	-	0,6	7,2	0,5
Arabian Cement	Suudi Arabistan	11,3	3,8	22,8	1,3
Asia Cement Corp	Tayvan	16,1	2,3	13,2	0,9
Chreat Cement Co Ltd	Pakistan	3,5	1,0	7,0	1,4
Chilanga Cement Plc	Zambiya	-	1,0	9,5	1,8
China National Building Ma-h	Çin	8,79	1,2	6,1	0,2
China Tianrui Grup Cement C	Çin	12,3	2,5	111,5	0,9
Cimerwa Plc	Ruanda	6,7	2,1	-	-
Dewan Cement Ltd	Pakistan	12,2	1,2	-	0,6
Dongwu Cement International	Çin	-	3,4	-	2,5
Eastern Province Cement Co	Suudi Arabistan	8,6	3,1	15,6	1,3
Holcim LTD	İsviçre	10,3	1,8	11,2	1,4
Jiangxi Wannianqing Cem-a	Çin	-	0,9	42,5	0,8
Mangalam Cement Ltd	Hindistan	13,5	1,3	105,9	2,4
Qassim Cement	Suudi Arabistan	25,7	7,9	36,7	3,6
Saudi Cement	Suudi Arabistan	12,4	5,4	17,8	3,7
Saurashtra Cement Ltd	Güney Kore	14,6	0,7	-	0,6
Southern Province Cement Co	Çin	14,5	5,1	31,4	1,8
Sungshin Cement Co Ltd	Güney Kore	10,0	0,6	48,4	0,5
Tangshan Jidong Cement Inv-a	Çin	-	1,1	-	0,5
Unacem Corp SAA	Peru	4,6	1,1	5,4	0,5
Universal Cement	Tayvan	17,0	2,5	8,8	0,9
Vassilico Cement Works Ltd	Kıbrıs	5,6	1,4	11,2	0,9
Xinjiang Tianshan Cement-a	Çin	-	1,5	104,1	0,7
Yamama Cement Co	Suudi Arabistan	15,6	7,4	16,9	1,4
Yanbu Cement Co	Suudi Arabistan	14,7	6,4	31,0	1,9
Bokwang Industry Co Ltd	Güney Kore	7,1	2,3	11,3	2,0
Breedon Group Plc	Britanya	6,1	1,0	11,1	1,1
Cementos Molins Sa	İspanya	6,2	1,4	8,0	1,0
Eagle Materials Inc	ABD	10,5	3,7	15,0	5,5
Hanil Cement Co Ltd	Güney Kore	5,2	0,8	5,6	0,5
Heidelberg Materials AG	Almanya	6,4	1,1	8,7	1,0
Hoffman Green Cement Techno	Fransa	-	33,5	-	1,7
International Cement Group L	Singapur	2,4	0,7	3,1	0,4
Martin Marieta Materials	ABD	17,4	5,2	27,9	3,9
Monarch Cement Co	ABD	7,3	2,2	12,5	1,8



Yurt Dışı Benzer Şirket	Ülke	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Titan Cement International T	Belçika	5,1	1,0	7,4	1,1
Vicat	Fransa	5,5	0,9	9,0	0,6
Vulcan Materials Co	ABD	17,5	4,4	34,4	4,0
	Seçilmiş Medyan	10,4	1,2	11,1	1,1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD / FAVÖK	10,4	781.073.176	8.152.439.151	50%	4.076.219.576
FD / Net Satış	1,2	1.787.579.996	2.254.815.216	25%	563.703.804
F / K	11,1	745.987.736	8.299.113.563	25%	2.074.778.391
TOPLAM				100%	6.714.701.770

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri

Tablo 11: BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri

BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	Kod	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	AFYON	7,2	2,4	9,4	4,1
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	AKCNS	8,7	2,1	9,2	3,5
Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.	BTCIM	15,9	2,9	-	17,7
Batisöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş.	BSOKE	16,3	2,9	-	-
Bien Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş.	BIENY	17,5	2,1	18,2	2,6
Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	BOBET	8,0	2,0	11,5	5,6
Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	BUCIM	5,6	1,3	6,9	2,3
Çimbeton Hazırbeton ve Prefabrik Yapı Elemanları San. ve Tic. A.Ş.	CMBTN	30,9	2,0	82,1	40,6
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	CIMSA	13,5	2,6	11,0	3,5
Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	DOGUB	572,1	18,8	245,0	22,8
Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	EGSER	11,9	1,2	12,5	2,1
Göltaş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	GOLTS	5,6	1,3	5,4	2,4
Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Tic. A.Ş.	KLKIM	12,6	3,1	13,3	7,1
Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.	KLSEK	50,7	4,5	19,2	6,6
Konya Çimento Sanayii A.Ş.	KONYA	71,3	11,2	121,6	45,5
Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.	KUTPO	8,8	1,7	12,8	3,3
Niğbaşı Niğde Beton Sanayi ve Tic. A.Ş.	NIBAS	767,6	16,9	11,9	3,8
Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	NUHCM	14,1	4,2	14,0	5,0
Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	OYAKC	9,6	3,2	8,0	5,3
QUA Granite Hayal ve Yapı Ürünleri San. Tic. A.Ş.	QUAGR	8,5	2,3	8,5	2,4
Tureks Turunç Madencilik İç ve Dış Ticaret A.Ş.	MARBL	17,7	2,8	31,8	4,7
Uşak Seramik Sanayi A.Ş.	USAK	10,7	1,9	21,6	3,0
	Seçilmiş Medyan	11,9	2,3	11,9	3,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Tablo 12: BİST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD / FAVÖK	11,9	781.073.176	9.292.805.988	50%	4.646.402.994
FD / Net Satış	2,3	1.787.579.996	4.212.215.312	25%	1.053.053.828
F / K	11,9	745.987.736	8.869.794.181	25%	2.217.448.545
TOPLAM				100%	7.916.905.367

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Taş, Toprak endeksinde seçilmiş şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpanlarının medyanına göre Şirket için adil özsermaye değerleri %50-%50 ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Sonuç olarak, Şirket için ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre **7.315.803 bin TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 13: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

Pazar Yaklaşımı Değer Özeti	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.714.701.770	50%	3.357.350.885
BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	7.916.905.367	50%	3.958.452.684
TOPLAM			7.315.803.569

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve net borç pozisyonunun da çıkartılması ile oluşan değeri, şirketin adil özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA Analizi'nde kullanılan AOSM hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 14: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM	2023 4Ç (T)	2024 T	2025T	2026 T	2027 T	2028 T
Risksiz Faiz 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: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu'nda İNA metodundan 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Halk Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023-2028 yılları için projekte edilmiştir.

Tablo 15: İndirgenmiş Nakit Akımları

(TL)	2023 4Ç (T)	2024 T	2025T	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	2.136.601.573	2.566.273.441	2.942.885.539	3.434.457.546	
Brüt Kar Marjı	46,57%	47,35%	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	1.980.843.693	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)	
NİS 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)	(82.046.946)	(94.737.133)	(111.212.588)	
Serbest Nakit Akımı	214.125.833	1.008.043.734	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 Nakit Akımları	206.433.875	812.987.856	884.226.427	844.826.214	782.567.505	724.506.993	3.593.869.575
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akımları	4.258.548.870						
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	-						
Özsermaye Değeri (30.03.2023)	7.881.696.566						
Özsermaye Değeri (15.01.2024)	8.587.773.269						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İlgili projeksiyon sonucunda İNA analizinden özkaynak değeri **8.587.773 bin TL** olarak hesaplanmıştır.



5 Değerleme Sonucu

Çarpan analizi ve İNA analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 16: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)

	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
1. Gelir Yaklaşımı	8.587.773.269	40%	3.435.109.307
2. Pazar Yaklaşımı	7.315.803.569	60%	4.389.482.141
2.1. Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.714.701.770	50%	3.357.350.885
2.2. BİST Taş, Toprak Endeksi	7.916.905.367	50%	3.958.452.684
Toplam (1+2)			7.824.591.449

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yukarıdaki ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri **7.824.591 bin TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz ilişkin özet tablo aşağıda verilmiştir.

Tablo 17: 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
Halka Arz Sonrası 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	20,00%
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	30,20%
Halka Arz Büyüklüğü	2.526.066.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

%20 olarak belirtilen halka arz iskontosu sonrası özkaynak değeri **6.256.111 bin TL** olarak hesaplanmıştır. Bu özkaynak değerine göre pay başına değer **16,20 TL**'ye tekabül etmektedir.

6 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

6.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizine %60 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını ve bu ilgili çarpanlara aynı ağırlığın verilmesini makul buluyoruz.
- Bununla beraber, yurtiçi benzer şirket seçiminde BİST Taş, Toprak Endeksi yerine Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı da fazla olduğu için sadece çimento şirketlerine de yer verilebilirdi.
- Çarpan analizi için kullanılan finansallarda, FAVÖK ve Net Kar düzeltmelerini, Şirket'in faaliyetlerini daha uygun yansıttığı için anlamlı buluyoruz.

- Çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanlarının kullanılmasını ve en yüksek ağırlığın FD/FAVÖK'e verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.

6.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul bulmaktayız.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarındaki artışları makul bulmaktayız. Bununla beraber, FAVÖK marjında 2023/09'da meydana gelmiş olan iyileşmenin sebeplerine ilişkin bir açıklamanın (bu iyileşmenin etkileri projeksiyon dönemine de yansıdığı için) faydalı olacağını düşünüyoruz.

6.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönetime göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Limak Doğu Anadolu Çimento'nun Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Halk Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 16,20 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.