

Limak Doğu Anadolu Çimento San. ve Tic. A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") Limak Doğu Anadolu Çimento San. ve Tic. A.Ş. ("Limak Doğu Anadolu Çimento" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	14-15-16 Şubat 2024
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	386.179.700 TL
Sermaye Artırımı	130.000.000 TL
Mevcut Pay Satışı	25.930.000 TL
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%30,21
Halka Arz Satış Fiyatı	16,20 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.526.066.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi					
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	308.943.760	80,00	A	308.943.760	59,85
	B	77.235.940	20,00	B	51.305.940	9,94
Halka Açık Kısmı	-	-	-	B	155.930.000	30,21
Toplam	-	386.179.700	100	-	516.179.700	100

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %100'ünü Ergani Fabrikası'nın Devralınmasında kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 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. Güneydoğu Anadolu Projesi kapsamında ülke ekonomisine katkı sağlamak amacı ile 1976 yılında Şanlıurfa Bozova yolu 16. km'de Büyük Kargılı ve Korukezen Köyleri arasında 875.326 metrekaare arazi üzerine kurulmuş olan ve çimento fabrikası, yardımcı binalar, bir atıktan enerji tesisi ve bir su arıtma tesisi içeren Şanlıurfa Çimento 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. 2007 yılında Şanlıurfa Çimento Fabrikası 14 Aralık 2007 tarihi itibarıyla Limak Çimento Grubu bünyesine katılmıştır. 20 Eylül 2017 tarihinde Şirket'in gerçek kişi sahipleri Nihat

Özdemir, Sezai Bacaksız, Ebru Özdemir (Kışlalı), Mehmet Serhat Bacaksız, Şirket'te sahibi bulundukları payların tamamını Limak İnşaat'a devrederek Şirket'teki ortaklıklarına son vermişlerdir. Bu tarih itibarıyla Şirket tek pay sahipli şirket haline gelmiş olup, Şirket'in tek pay sahibi Limak İnşaat olmuştur. Şirket'in ünvanı halka arz hazırlıkları kapsamında 28 Eylül 2023 tarihinde Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket, 1998 yılında kurulmuş olup yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere klinker ve çimento üretmektedir. Şirket mevcut üretim faaliyetlerini Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde bulunan Şanlıurfa Fabrikası'nda toplam 875.326 metrekare arazi üzerinde gerçekleştirmektedir. Şanlıurfa Fabrikası 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine sahiptir.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022, 30.09.2022 ve 30.09.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Net Satışlar	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
Brüt Kar Marjı (%)	15,60%	7,71%	30,39%	25,54%	47,18%
Esas Faaliyet Karı	54.795.100	55.884.968	400.513.597	253.628.304	704.993.005
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	17,43%	10,43%	34,20%	30,69%	48,86%
Dönem Karı/Zararı	53.150.849	53.730.412	394.972.189	249.800.866	689.223.038
Net Kar Marjı (%)	16,91%	10,03%	33,73%	30,22%	47,76%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (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	298.315.413	381.064.602
TOPLAM VARLIKLAR	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
Ödenmiş Sermaye	350.000	350.000	350.000	386.179.700
TOPLAM KAYNAKLAR	310.389.092	623.283.762	1.082.296.933	1.158.314.313

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında Şirket'in 2023 – 2028 yılları arasındaki serbest nakit akımı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi BIST Taş, Toprak endeksi şirketleri ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Net Satış ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akışı analizi %40 ve Çarpan Analizi %60 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2023- 2028 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TL	2023/4Ç (T)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	816,3	3.588,4	4.516,8	5.469,8	6.315,8	7.414,2
Satışların Değişimi	-0,4%	339,6%	25,9%	21,1%	15,5%	17,4%
FVÖK	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	361,9	1.608,5	2.022,3	2.427,9	2.783,1	3.246,9
Dönem Vergi Gideri (-)	85,1	346,6	435,8	523,1	599,5	699,3
Yatırım Harcamaları (-)	0,0	53,8	67,8	82,0	94,7	111,2
Net İş. Ser. Değ	62,7	200,0	89,0	60,6	14,0	12,8
Serbest Nakit Akımları	214,1	1.008,0	1.429,8	1.762,2	2.074,8	2.423,6
AOSM	34%	32%	30%	28%	26%	26%
İndirgenmiş Nakit Akımları	206,4	816,0	884,2	844,8	782,6	724,5
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	3.593,9					
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	4.258,5					
Firma değeri	7.852,4					
Net Borç	-29,3					
Özsermaye değeri (30.09.2023)	7.881,7					
Toplam Özsermaye değeri (15.01.2024)	8.587,8					
Hisse Sayısı	386,2					
Hisse başı değer	20,41					

Kaynak: Halk Yatırım

- Değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı için Türkiye 5 yıl vadeli tahvil getiri oranı kullanılmış olup 2025 yılından itibaren kademeli olarak azalış öngörülmüştür.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2023-2028 yılları arasında %26,17-%34,00 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Vergi oranı ise 2023 için %24,0, izleyen yıllar için %22,0 olarak sabit tutulmuştur.
- Sonsuz büyüme oranı ise %5,0'da tutulmuştur.

İskonto Oranları	2023/4Ç (T)	2024T	2025T	2026T	2027-2028T
Risksiz Faiz Oranı	28,50%	28,50%	26,50%	26,50%	26,50%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	34,00%	34,00%	32,00%	30,00%	28,00%
Borç Maliyeti	32,50%	32,50%	30,50%	28,50%	26,50%
Vergi Oranı	24,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Borç Oranı	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
AOSM	34,00%	31,84%	29,95%	28,06%	26,17%

Kaynak: Halk Yatırım

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp FD/Net Satışlar, F/K ve FD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde yurtiçi benzer şirketlere %50 ve yurt dışı benzer şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	FD/Net Satış	F/K
Andhra Cements		23,2	3,7
Anhui Conch Cement		0,6	7,2
Arabian Cement	11,3	3,79	22,78
Asia Cement	16,1	2,25	13,22
Cherat Cement	3,47	0,99	6,97
Chilanga Cement		0,95	9,45
China National Building Ma-H	8,8	1,2	6,08
China Tianrui Group Cement	12,3	2,5	111,5
Cimerwa PLC	6,7	2,07	
Dewan Cement	12,19	1,15	
Dongwu Cement		3,38	
Eastern Province Cement Co	8,57	3,12	15,6
Holcim LTD	10,27	1,8	11,21
Jiangxi Wannianqing Cem-A		0,88	42,48
Mangalam Cement	13,47	1,29	105,9
Qassim Cement	25,7	7,9	36,7
Saudi Cement	12,4	5,4	17,78
Saurashtra Cement	14,6	0,7	
Southern Province Cement	14,5	5,05	31,4
Sungshin Cement	10,0	0,6	48,4
Tanghsan Jidong		1,1	
Unacem Corp SAA	4,57	1,11	5,39
Universal Cement	17,0	2,54	8,77
Vassilico Cement	5,6	1,35	11,17
Xinjiang Tianshan Cement		1,52	104,05
Yamama Cement	15,6	7,36	16,9
Yanbu Cement	14,7	6,37	31,03
Bokwang Industry Co	7,1	2,27	11,32
Breedon Group	6,1	0,95	11,08
Cementos Molins SA	6,2	1,35	8
Eagle Materials	10,5	3,72	14,99
Hanil Cement Co	5,15	0,82	5,61
Heidelberg Materials	6,36	1,1	8,66
Hoffman Green Cement		33,52	
International Cement	2,35	0,71	3,14
Martin Marietta Materials	17,4	5,24	27,86
Monarch Cement	7,3	2,2	12,45
Titan Cement	5,1	1	7,39
VICAT	5,5	0,9	8,96
Vulcan Materials Co	17,5	4,42	34,14
Medyan	10,4	1,2	11,1

Kaynak: Halk Yatırım

- Yurt dışı benzer şirketlerle yapılan değerlemede 10,4 FD/FAVÖK, 1,2 FD/Net Satışlar ve 11,1 F/K değerleri elde edilmiştir.

BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	FD/FAVÖK	FD/Net Satış	F/K
Afyon Çimento	7,2	2,35	9,35
Akçansa	8,7	2,09	9,17
Batı Çimento	15,9	2,85	0,0
Batisöke Çimento	16,3	2,9	0,0
Bien Yapı	17,5	2,05	18,21
Boğaziçi Beton	8,0	1,99	11,52
Bursa Çimento	5,55	1,33	6,86
Çimbeton	30,9	1,96	82,1
Çimsa	13,5	2,57	10,99
Doğusan Boru	572,1	18,77	245,0
Ege Seramik	11,9	1,21	12,52
Göltaş	5,56	1,33	5,35
Kalekim	12,6	3,08	13,3
Kale Seramik	50,7	4,49	19,19
Konya Çimento	71,3	11,2	121,6
Kütahya Porselen	8,8	1,65	12,77
Niğbaş Niğde Beton	767,6	16,9	11,89
Nuh Çimento	14,1	4,19	14,03
Oyak Çimento	9,6	3,18	8,03
Qua Granit Hayal Yapı	8,52	2,33	8,53
Tureks Turunc	17,67	2,82	31,76
Uşak Seramik	10,7	1,88	21,6
Medyan	11,9	2,3	11,9

Kaynak: Halk Yatırım

- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede 11,9 FD/FAVÖK, 2,3 FD/Net Satışlar ve 11,9 F/K değerleri elde edilmiştir.
- Çarpan analizi çerçevesinde BIST Taş, Toprak endeksi şirketleri piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Net Satış ve F/K çarpanlarına sırasıyla %25 ve %25 ağırlık uygulanarak 7.916mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Özeti	Değerleme	FD/FAVÖK	Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	FD/FAVÖK	11,9	9.292,8	50%	4.646,4
	FD/Net Satış	2,3	4.212,2	25%	1.053,1
	F/K	11,9	8.869,8	25%	2.217,5
Özsermaye değeri					7.916,9

Kaynak: Halk Yatırım

- Yurt dışı piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Net Satış ve F/K çarpanlarına sırasıyla %25 ve %25 ağırlık uygulanarak 6.714mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Değerleme	FD/FAVÖK	Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
	FD/FAVÖK	10,40	8.152,4	50%	4.076,2
Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/Net Satış	1,20	2.254,8	25%	563,7
	F/K	11,10	8.299,1	25%	2.074,8
Özsermaye değeri					6.714,7

Kaynak: Halk Yatırım

- Çarpan analizi yapılarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre hesaplanan değerlere sırasıyla %50 ve %50 ağırlık uygulanarak, 7.315mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	6.714,70	3.357,35
BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	50%	7.916,91	3.958,45
Özsermaye değeri			7.315,80

Kaynak: Halk Yatırım

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TL)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri
İNA	8.587,8	40%	3.435,1
Çarpan Analizi	7.315,8	60%	4.389,5
İskontosuz Özsermaye Değeri			7.824,59
İskontolu Özsermaye Değeri (%20 İskonto)			6.256,11

Kaynak: Halk Yatırım

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %40 ve Çarpan Analizine %60 oranda ağırlık verilmiştir, Buna göre TL7.824,6mn halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	TL
Çıkarılmış Sermaye	386.179.700
Pay Başına Fiyat	20,26
Halka Arz İskontosu	20%
Şirket Piyasa Değeri	6.256.111.140
Halka Arz Pay Fiyatı	16,20

Kaynak: Halk Yatırım

- Bulunan değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat TL16,20 olarak hesaplanmıştır.

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı %20 oranında iskontoludur, bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL16,20 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.

- İNA analizinde %5 oranında yer alan uç büyüme oranını şirketin faaliyet gösterdiği sektörü de dikkate alarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

İNA analizinde AOSM'nin 2024 için %31,84 ve izleyen yıllar için kademeli olarak azaltılmasını makul buluyoruz.