

LİMAK DOĞU ANADOLU ÇİMENTO ve SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
12 Şubat 2024

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş (Halk Yatırım), yetkili aracı kurum olduğu Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Limak DAÇ" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ve Ortak
Halka Arz Tarihleri	14 - 15 - 16 Şubat 2024
Halka Arz Fiyatı	16,20
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	386.179.700 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	516.179.700 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	30,20%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	70.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %70'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Payların %30'u Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara
Fiyat İstikrarı	30 Gün süreyle planlanmaktadır.
Borsa Kodu	LMKDC
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak:Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket Türkiye'nin Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde yer alan Şanlıurfa şehrinde bulunan tesisinde klinker ve çimento üretimi için entegre bir çimento fabrikası işletmektedir. 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. Urfa Fabrikası 30 Eylül 2023 itibarıyla yıllık toplam 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine sahiptir. Şirketin toplamda 10 adet çimento fabrikası ve 9.6 milyon ton klinker kapasitesi ile Türkiye'nin ikinci büyük klinker kapasitesine sahip olmuştur. Diğer yandan Limak DAÇ Sahraltı Afrika'da 2016 yılından bugüne operasyonlarını devam ettirmektedir. Limak DAÇ iştirakleri olan Limak Çimento S.A (Mozambik) ve Limak Afrika S.A (Fildişi) çimento ve beton ürünleri ve hizmet kalitesinde bulunduğu ülkelerde tercih edilen markalar arasına girmiştir.

Ürün Portföyü

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. Bir fabrikanın hem klinker hem de çimento üretebilmesi için iki ürünün üretimi için de gereken altyapıyı barındırması gerekmektedir ve Urfa Fabrikası entegre bir çimento fabrikasıdır.

1-) Klinker

Klinker çimentonun ana bileşeni ve yarı mamul halidir. Klinkerin ana hammaddeleri kalker ve marn olup çimentonun bir önceki safhası olarak da adlandırabilecek olan klinker yapısında pişirilmiş biçimde %30 kil ve %70 oranında kalker içeren iri taneli bir malzemedir.

2-) Çimento

Çimento ana ham maddesi klinker olan ve mineral parçalarını yapıştırımda kullanılan bir malzemedir. Çimento, klinker, alçı taşı, tras ve diğer katkı maddelerinin belirli oranda karıştırılarak beraberce öğütülmesi ya da ayrı öğütülmüş bu malzemelerin belirli oranda harmanlaması ile üretilmektedir.

3.1 Satışlar

TL	2020	2021	2022	9A22	9A23
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: Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

3.2 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	308.943.760	80,00%	308.943.760	59,85%
	B	77.235.940	20,00%	51.305.940	9,94%
Halka Açık Kısmı	B	-	0,00%	155.930.000	30,21%
Toplam		386.179.700	100%	516.179.700	100%

Kaynak: Limak DAÇ İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2020	2021	2022	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 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

Kaynak: Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022	9A22	9A23
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
Esas Faaliyet Karı / Zararı	54.795.100	55.884.968	400.513.597	253.628.304	704.993.005
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	53.181.777	53.224.821	393.498.314	248.816.619	688.769.472
Net Dönem Karı/ (Zararı)	53.150.849	53.730.412	394.972.189	249.800.866	689.223.038

Kaynak: Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Ergani Fabrikası'nın Devralınması	%100
Toplam	100%

Kaynak: Limak DAÇ Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon kullanım özet bilgi.

- Şirket, faaliyet gösterdiği çimento sektöründe, stratejik büyüme hedefi kapsamında Limak Çimento Sanayi ve ticaret A.Ş. mülkiyetinde bulunan Diyarbakır ili Ergani ilçesindeki 793.000 ton/yıl klinker ve 1.400.000 ton/yıl çimento üretim kapasitesi olan Ergani fabrikasının Türk Borçlar Kanunu'nun 202'inci maddesi hükmü uyarınca malvarlığı ve işletme devri yöntemiyle bağımsız bir değerlendirme kuruluşu tarafından yapılacak değerlendirme raporu akabinde belirlenecek bedel üzerinden tüm aktif ve pasifleri ile birlikte devralınması amacıyla kullanmayı planlamaktadır. Söz konusu satış ve devire yönelik olarak Şirket ve Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. arasında işbu rapor tarihi sonrasında ve halka arz öncesinde bir sözleşme imzalanması öngörülmektedir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %60, indirgenmiş nakit akımına %40 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA projeksiyonu çerçevesinde Şirket'in iş planı baz alınarak 2023 4. Çeyrek -2028 dönemi projekte edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermeye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilinin getirisi kullanılmış olup risksiz faiz oranı 2023 4. Çeyrek -2028 dönemi boyunca sırasıyla %28,5, %28,5, %26,5, %24,5, %22,5 ve %22,5 olarak alınmıştır. Beta 1 olarak kabul edilmiş olup piyasa risk primi %5,5 olarak alınmıştır.

Projeksiyonda hedeflenen kaldıraç oranı 2023 4. Çeyrek için %0 olarak alınmış olup ilerleyen dönemler için %25 olarak kabul edilmiştir. Projeksiyonda borçlanma maliyeti ise risksiz getiri oranı üzerine 400 baz puan risk primi eklenerek sırasıyla %32,5, %32,5, %30,5, %28,5, %26,5, %26,5 olarak kabul edilmiştir.

Bu varsayımlar altında AOSM, 2023 4. Çeyrek -2028 dönemi için sırasıyla %34,00, %31,84, %29,95, %28,06, %26,16, %26,17 olarak hesaplanmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımı üzerinden 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 8.587.773.269 TL olarak hesaplanmıştır.

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

Limak DAÇ İNA Tablosu	
	TL
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akımları	4.258.548.870
Devam Eden 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 (30.09.2023)	7.881.696.566
Özsermaye Değeri (15.01.2024)	8.587.773.269

Kaynak:Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Pazar yaklaşımında kullanılan çarpanlar 12.01.2024 tarihli veriler olup bu değerlendirme çalışmasında BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri ile Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere iki grubun FD/ FAVÖK, FD/ Net Satışlar ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Uç değer olarak ilgili çarpan grubu medyanın yarısı ve iki katı kadar olan değerler sırasıyla alt sınır ve üst sınır olarak belirlenmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 40 şirket olup, uç değer olanların değerlendirme dışı bırakılmış ve eliminasyon sonrası medyan değeri FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve F/K çarpanları için sırasıyla 10,4 – 1,2 – 11,1 olarak hesaplanmıştır. FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Net Satışlar çarpanına %25 ve F/K çarpanına %25 ağırlık verilerek özkaynak değeri 6.714.701.770 TL olarak hesaplanmıştır.

BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri grubunda 22 şirket olup, uç değer olanların değerlendirme dışı bırakılmış ve eliminasyon sonrası medyan değeri FD/FAVÖK, FD/Net Satışlar ve F/K çarpanları için sırasıyla 11,9 – 2,3 – 11,9 olarak hesaplanmıştır. FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Net Satışlar çarpanına %25 ve F/K çarpanına %25 ağırlık verilerek özkaynak değeri 7.916.905.367 TL olarak hesaplanmıştır.

İki grup için ayrı ayrı hesaplanan özsermaye değerlerine %50 - %50 ağırlık verilerek toplamda 7.315.803.569 TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	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:Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemi %40 ve piyasa çarpan analizi yöntemi %60 ağırlıklandırılarak 7.824.591.449 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 16,20 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	TL	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			7.824.591.449

Kaynak:Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu

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	25.260.660

Kaynak:Limak DAÇ Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken indirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve indirgenmiş Nakit Akımları analizine %40, Piyasa Çarpanları Analizine %60 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Limak DAÇ hesaplanan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 16,20 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.