

Kalekim Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu
1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("KLKİM", "Kalekim" veya "Şirket") için Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından hazırlanarak 30.04.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Kalekim'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye	:	100.000.000 TL
	- Halka Arz Şekli	:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	15.000.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	15.000.000 TL
	- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	30.000.000 TL
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	26,09%
	- Ek Satış Hakkı	:	4.500.000 TL
- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Arz Miktarı	:	34.500.000 TL	
- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Açıklık Oranı	:	30,00%	
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı	:	13,75 - 14,75 TL
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	:	1,38 - 1,48 Milyar TL
	- Halka Arz Büyüklüğü	:	413 - 443 Milyon TL
	- Ek Satış Dahil Halka Arz Büyüklüğü	:	474 - 509 Milyon TL
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	:	1,58 - 1,70 Milyar TL
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)	- Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı
	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	68%	: 20.400.000
	- Şirket Çalışanları	2%	: 600.000
	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	: 6.000.000
	- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	10%	: 3.000.000
Talep Toplama Yöntemi	- Fiyat Aralığı ile Talep Toplama		
Dağıtım Yöntemi	- Eşit Dağıtım		
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı		
Konsorsiyum Lideri	- Ak Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 29 üyeli konsorsiyum		
Fiyat İstikrarı	Ek satış kapsamındaki 4.500.000 adet payın satışından elde edilecek kaynakla 30 gün süreyle yapılması planlanmaktadır, ancak bu bir taahhüt anlamına gelmemektedir.		
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı yapmama, Şirket ortakları (H.İbrahim Bodur Holding ve KaleSeramik Vakfı) da 6 ay boyunca pay satışı yapmama, 1 yıl boyunca da halka arz fiyatının altında pay satmama taahhüdü vermiştir.		
BİST İşlem Kodu	- KLKİM		
Talep Toplama Tarihleri	- 6 – 7 Mayıs 2021		

(*) Ek Satış kapsamında satılacak paylar dahil edilmemiştir.

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Şirket, 1973 yılında seramik yapııştırıcıları ve derz dolguları üretimiyle başladığı faaliyetlerine halen, inşaat sektörünün çeşitli yapı kimyasallarını üreterek ve/veya ürettirerek devam etmektedir. Yurtdışında, Arnavutluk'ta kurulu, sermayesinin %51'ine sahip olduğu Kalekim Neon şirketi ile Rusya'da kurulu, sermayesinin %100'üne sahip olduğu OOO Kalekim Rusya şirketi ünvanlı iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Kalekim, tüm ürün tasarım süreçlerini ve yapı kimyasalları ile inşaat boya ve vernikleri sektörüne yönelik yaptığı üretim faaliyetlerini yurtiçinde gerçekleştirmektedir. Türkiye'de İstanbul, Mersin, Erzurum, Yozgat, Mardin, Isparta, Balıkesir'de olmak üzere 7 tesiste kuru harç, yine Balıkesir tesisinde boya/sıva, Arnavutluk'ta ise kuru harç üretmekte ve dünya genelinde 80 ülkeye ihracat yapmaktadır. Ayrıca www.biboya.com.tr e-ticaret internet sitesiyle boya sektöründe doğrudan tüketiciye hizmet vermektedir. 2016 yılında Kenya'da başlayan lisanslı üretim projesiyle Şirket, yerel bir işbirliği kurarak, lisanslı üretim modelini benimsemiştir. Bu iş birliği ile Kalekim, East African Community (EAC) adı verilen (Burundi, Kenya, Ruanda, Tanzanya, Uganda) Doğu Afrika ülkelerine hitap etmektedir. Kalekim'in yurtdışı projelerinde Kenya'dan sonraki rotası Arnavutluk ve Cezayir olmuştur. Arnavutluk yatırımı 2019 yılında faaliyete geçmiş, Cezayir yatırımı için de 2020 yılında çalışmalara başlanmıştır. Fransa şubede depo yatırımı yapılarak 2021 yılında pazarlama faaliyetlerine başlanmıştır. Rusya'da faaliyette olan OOO Kalekim şirketi altında depo yatırımı yapılarak, 2020 yılında pazarlama faaliyetleri devreye alınmıştır.

Ürünler

Kalekim, yapı kimyasalları sektöründe, seramik uygulamaları, boya, yalıtım çözümleri ve endüstriyel zemin uygulamalarında faaliyet göstermektedir.

1. **Seramik Uygulamaları:** Seramik yapııştırıcıları, derz dolgular, astarlar, yüzey bakım ve temizlik ürünleri, mastik ve köpüklerden oluşmaktadır.
2. **Boya Uygulamaları:** İnşaat boyları kategorisinde iç cephe – dış cephe boyları, dekoratif ürünler kategorisinde dekoratif boya, sıva ve kaplamaları ile boya ürün grubunun tamamlayıcısı olan yüzey hazırlık malzemeleri ve renklendiriciler de üretmektedir. 2018 yılında hayata geçirdiği Bi'Boya markasıyla yurtiçinde hem bayi kanalında hem de kendi adıyla kurulan e-ticaret sitesinde satış yapan Kalekim, yurtdışında ise Kale Boya markasıyla faaliyet göstermektedir.
3. **Yalıtım Uygulamaları:** Yalıtım uygulamaları altında su yalıtımı ve ısı yalıtımı ürünleri bulunmaktadır.
 - a. **Su Yalıtım Uygulamaları:** Su yalıtımı ürün gamında çimento, bitüm, poliüretan, akrilik ve tekstil membran esaslı ürünlerle, su yalıtım bantları ve yüzey hazırlık malzemeleri bulunmaktadır. Su yalıtım grubu, temelden çatıya mutfak, banyo, havuz, teras tüm ıslak hacimlere kullanılan ürünleri kapsamaktadır.
 - b. **Isı Yalıtım Uygulamaları:** Kalekim, 2004 yılında Dow Chemical ve Mardav ile işbirliği yaparak Mavi Kale – Blue' Safe markası matolama sistemi oluşturarak ısı yalıtım sektörüne adım atmıştır. Bugün Kalekim Isı Yalıtım Sistemleri altında ısı yalıtım levhaları, yapııştırıcıları, sıvıları, dekoratif kaplamaları ve sistem aksesuarları yer almaktadır.
4. **Zemin Uygulamaları:** İç ve dış mekanlarda dayanıklı, dekoratif ve işlevsel hale getirmek amacıyla kullanılan zemin çözümleri ürün gamında epoksi esaslı kaplama ve astarlarla birlikte, çimento esaslı sertleştiriciler ve kür malzemeleri ile endüstriyel karolar bulunmaktadır. Söz konusu ürün gamı endüstriyel mutfak, otopark, hastane, okul gibi mekanlarda zemin çözümleri sunmaktadır.

Şirket'in 2018-2020 dönemine ait ürün grubu bazında satışları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Net Ürün Satışları (TL)	31.12.2018	%	31.12.2019	%	31.12.2020	%
Seramik Uygulamaları	261.367.109	75,46%	285.698.360	74,89%	387.129.627	73,56%
Su Yalıtım	23.396.132	6,75%	31.061.697	8,14%	39.058.495	7,42%
Boya - Sıva	28.557.596	8,24%	39.693.284	10,41%	73.732.061	14,01%
Diğer	32.697.398	9,44%	24.553.642	6,44%	25.666.299	4,88%
İsim Hakkı Gelirleri	368.263	0,11%	475.216	0,12%	660.645	0,13%
Seramik Uygulamaları	368.263	0,11%	475.216	0,12%	660.645	0,13%
Toplam	346.386.498	100%	381.482.199	100%	526.247.127	100%

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI						
Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	93.893.158	93,89%	78.893.158	68,60%	74.393.158	64,69%
Dr. İbrahim Bodur Kaleseramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardımlaşma Vakfı	4.395.688	4,40%	4.395.688	3,82%	4.395.688	3,82%
Bodur Menkul İş Geliştirme Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.310.093	1,31%	1.310.093	1,14%	1.310.093	1,14%
Kalemaden Endüstriyel Hammaddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	47.087	0,05%	47.087	0,04%	47.087	0,04%
Kale Holding A.Ş.	174	0,00%	174	0,00%	174	0,00%
Diğer	353.800	0,35%	353.800	0,31%	353.800	0,31%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	30.000.000	26,09%	34.500.000	30,00%
Toplam	100.000.000	100,00%	115.000.000	100,00%	115.000.000	100,00%

4- Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Dönen Varlıklar	295.277.401	211.791.971	165.222.006
Nakit ve Nakit Benzerleri	124.328.312	72.330.687	26.754.659
Ticari Alacaklar	119.273.456	105.588.941	96.390.479
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	113.283.848	103.910.764	93.796.210
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	5.989.608	1.678.177	2.594.269
Diğer Alacaklar	111.547	97.208	154.950
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	111.547	97.208	97.335
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	57.615
Stoklar	35.318.387	24.211.803	32.225.347
Peşin Ödenmiş Giderler	1.311.851	73.088	698.343
Türev Araçlar	127.162	0	0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	6.454.873	3.294.818	3.050.109
Diğer Dönen Varlıklar	8.351.813	6.195.426	5.948.119
Duran Varlıklar	175.157.147	149.403.876	132.011.282
Diğer Alacaklar	213.525	213.524	213.525
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	213.525	213.524	213.525
Finansal Yatırımlar	0	4.540.553	2.101.904
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.880.010	0	0
Maddi Duran Varlıklar	107.137.082	95.456.674	92.920.913
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	13.959.857	7.240.493	2.940.507
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28.112.495	17.950.971	17.950.971
Kullanım Hakkı Varlıkları	16.367.563	8.310.902	0
Peşin Ödenmiş Giderler	0	3.622.900	4.165.266
Ertelenmiş Vergi Varlığı	7.486.615	12.067.859	11.718.196
Toplam Varlıklar	470.434.548	361.195.847	297.233.288
Kısa Vadeli Yükümlülükler	208.950.544	190.621.450	101.744.302

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Kısa Vadeli Borçlanmalar	24.990.668	2.933.824	3.402.774
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.578.518	2.933.824	0
Banka Kredileri	20.412.150	0	3.402.774
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	0	55.952.237	8.729.434
Ticari Borçlar	147.782.211	97.547.768	75.019.265
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4.907.592	2.813.069	9.437.538
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	142.874.619	94.734.699	65.581.727
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.154.932	1.277.714	777.764
Diğer Borçlar	52.400	52.400	52.400
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	52.400	52.400	52.400
Türev Araçlar	0	0	75.297
Ertelenmiş Gelirler	22.486.220	24.336.988	7.904.742
Kısa Vadeli Karşılıklar	10.568.029	7.380.108	5.190.552
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	9.012.743	6.113.670	4.733.751
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.555.286	1.266.438	456.801
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.916.084	1.140.411	592.074
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22.908.844	13.675.119	70.934.420
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.826.731	6.187.142	63.785.589
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	12.826.731	6.187.142	0
Banka Kredileri	0	0	63.785.589
Uzun Vadeli Karşılıklar	10.082.113	7.487.977	7.148.831
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	10.082.113	7.487.977	7.148.831
Özkaynaklar	238.575.160	156.899.278	124.554.566
Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-6.547.283	-5.151.089	-5.509.045
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-6.547.283	-5.151.089	-5.509.045
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	1.027.761	1.175.199	1.176.763
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.027.761	1.177.291	1.163.218
Diğer Kazanç/(Kayıplar)	0	-2.092	13.545
Finansal Yatırımların Yeniden Değerleme Kazançları	0	2.316.716	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	11.066.896	9.652.907	8.492.340
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	49.568.558	19.233.941	-3.259.471
Net Dönem Karı veya Zararı	83.920.166	29.431.890	23.653.979
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	239.036.098	156.659.564	124.554.566
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-460.938	239.714	0
Toplam Kaynaklar	470.434.548	361.195.847	297.233.288

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	526.247.127	381.482.199	346.386.499
Satışların Maliyeti	-320.540.797	-245.165.636	-237.686.599
Brüt Kar (Zarar)	205.706.330	136.316.563	108.699.900
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-77.091.466	-63.213.842	-53.047.224
Genel Yönetim Giderleri (-)	-35.238.808	-28.729.770	-24.820.253
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-2.868.706	-1.446.739	-1.070.522
Esas Faaliyetlerden Gelirler	54.262.306	29.934.898	45.858.727

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Esas Faaliyetlerden Giderler (-)	-58.366.883	-22.863.385	-34.383.571
Esas Faaliyet Karı / Zararı	86.402.773	49.997.725	41.237.057
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	10.162.256	994.083	19.927
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-474	-402	-1.924
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/(Zararlarından) Paylar	-97.092	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	96.467.463	50.991.406	41.255.060
Finansal Gelirler	16.770.016	9.790.981	12.276.999
Finansal Giderler (-)	-19.704.882	-27.725.325	-31.825.953
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	93.532.597	33.057.062	21.706.106
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-11.038.040	-3.786.525	1.947.873
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-6.107.747	-2.805.249	-76.760
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-4.930.293	-981.276	2.024.633
Net Dönem Karı (Zararı)	82.494.557	29.270.537	23.653.979
Net Dönem Karı Dağılımı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-1.425.609	-161.353	0
Ana Ortaklık Payları	83.920.166	29.431.890	23.653.979

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz kapsamında sermaye artırımından elde edilecek kaynağın kullanım yerleri aşağıdaki gibidir.

- **Yurtiçi Şirket Satın Almaları ve/veya Yurtiçi Yeni Yatırımlar:** Şirket halka arz gelirinin %60 - %70'lik kısmını inşaat malzemeleri sektöründe mevcut ürün portföyüne katkı sağlayacak ve yurtiçi büyümesini destekleyecek beton katkısı, boya, poliüretan ve epoksi alanlarında yeni şirket satın alımları ve/veya yeni fabrika yatırımlarında kullanmayı amaçlamaktadır. Ayrıca faaliyet gösterdiği boya iş alanında öngördüğü büyüme döneminde planlanmış yatırımların kaynak ihtiyacını karşılamayı amaçlamaktadır.
- **Yurtdışı Yatırımlar:** Şirket yurtdışında mevcut yatırımlarını destekleyerek ve farklı coğrafyalarda yerel üretim tesisleri kurarak büyümeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda;
 - a. **Yurtdışı Yeni Yatırımlar:** Şirket halka arz gelirinin %25 - %35'lik kısmıyla Orta Avrupa, Güney Asya ve Orta Doğu'da yerel üretim tesisleri kurmak suretiyle yurtdışı büyümesini desteklemeyi planlamaktadır.
 - b. **Mevcut Yurtdışı Yatırımlar:** Şirket halka arz gelirinin %5 - %15'lik kısmıyla hali hazırda yurtdışında ortak olduğu yatırımların işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamayı hedeflemektedir. Arnavutluk ve Cezayir'de bulunan mevcut yurtdışı yatırımlarının işletme sermayesi ihtiyaçlarının bu kaynaktan karşılanması planlanmaktadır.

6- Halka Arz Teşviki

Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle yapılması planlanmaktadır. Ek satış yapılırsa ek satış kapsamındaki kaynakla gerçekleştirilecektir. Ek satış hakkı kullanılmaz ise fiyat istikrarına ilişkin işlemler gerçekleştirilmeyecektir.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 19.04.2021 tarihli fiyat tespit raporunda, Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi

Kalekim'in Piyasa Çarpanları Analizi yöntemiyle özsermaye değeri tespit edilirken Borsa İstanbul'da ve yurtdışındaki borsalarda işlem gören ve Kalekim'le benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki verilerin birbirlerine oranından hareketle Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları analize dahil edilmiştir.

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Kalekim gibi ağırlıklı olarak seramik uygulamaları sektöründe faaliyet gösteren bir şirket yoktur. Yapı malzemeleri alanındaki muhtelif sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerden çimento ve boya sektöründe yer alanların Kalekim ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülmüştür. Söz konusu şirketlerin FAVÖK ve Net Kar verileri ile bu verilerinden yola çıkılarak hesaplanan 16 Nisan 2021 tarihi itibarıyla Firma Değeri / FAVÖK ve Fiyat / Kazanç çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurtiçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	2020 Net Borç (mnTL)	Firma Değeri (mnTL)	2020 FAVÖK (mn TL)	Firma Değeri / FAVÖK	2020 Net Kar (mn TL)	Fiyat / Kazanç
Afyon Çimento	1.592	88,9	1.681	42,2	39,8	17,1	93,3
Akçansa	3.536	23,4	3.559	323,1	11,0	115,0	30,7
Batı Çimento	2.484	1.648,3	4.132	91,7	45,1	-327,0	-7,6
Batisöke Çimento	1.252	1.131,3	2.383	14,3	166,8	-348,5	-3,6
Bursa Çimento	1.870	-137,6	1.732	121,5	14,3	75,5	24,8
Çimentaş	2.918	-52,1	2.866	10,7	269,0	-35,3	-82,8
Çimsa	2.802	603,4	3.405	443,7	7,7	175,7	15,9
Göлтаş Çimento	1.003	491,6	1.494	79,7	18,7	12,0	83,3
Konya Çimento	4.737	-58,6	4.679	17,2	272,2	18,2	259,7
Nuh Çimento	8.465	-737,2	7.727	479,5	16,1	570,2	14,8
Oyak Çimento	8.409	294,7	8.703	503,6	17,3	358,5	23,5
DYO Boya	1.275	366,0	1.641	313,0	5,2	134,0	9,5
Marshall	2.579	-34,0	2.545	49,0	51,9	22,0	117,2
MEDYAN (*)					14,3		19,7
Kalekim	-	-86,5	-	109,7	-	83,9	-

(*) Üzeri çizili ve kırmızı olan uç değerleri içermemektedir.

Kalekim ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası şirketler, Kalekim'in faaliyet konusuyla uyumlu olacak şekilde kimyasal yapıştırıcı, yapı malzemesi ve boya üreten şirketler arasından, boyut olarak Kalekim'e kıyasla çok büyük ya da çok küçük şirketler dışarıda bırakılacak şekilde belirlenmiş olup, söz konusu şirketler hakkında 16 Nisan 2021 tarihi itibarıyla verileri aşağıdaki tablolarda bilgi verilmiştir.

Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi Şirketler

Yurtdışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	2020 Net Borç (mnTL)	Firma Değeri (mnTL)	2020 FAVÖK (mn TL)	Firma Değeri / FAVÖK	2020 Net Kar (mn TL)	Fiyat / Kazanç
Gurit Holding AG	1.191	21,0	1.211	85,1	14,2	53,0	22,5
Chase Corporation	1.101	-82,0	1.023	63,9	16,0	37,6	29,3
Shiny Chemical Industrial Co., Ltd.	743	23,0	766	59,1	13,0	41,8	17,8
Nan Pao Resins Chemical Co., Ltd.	683	17,0	700	65,3	10,7	43,4	15,7
Scapa Group plc	556	56,0	612	36,7	16,7	-63,2	eksi
Uzin Utz AG	420	68,0	489	46,1	10,6	23,2	18,1
Daxin Materials Corporation	337	-31,0	306	33,6	9,1	22,5	15,0
Tapex Co., Ltd.	232	-16,0	215	16,1	13,4	12,7	18,3
MEDYAN					13,2		18,1

Yapı Malzemesi Üreticisi Şirketler

Yurtdışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	2020 Net Borç (mnTL)	Firma Değeri (mnTL)	2020 FAVÖK (mn TL)	Firma Değeri / FAVÖK	2020 Net Kar (mn TL)	Fiyat / Kazanç
Lindab International AB	1.628	163,0	1.796	129,9	13,8	72,6	22,4
Nitto Boseki Co., Ltd.	1.419	160,0	1.581	131,4	12,0	96,0	14,8
Elementia, S.A.B. de C.V.	798	699,0	1.514	167,1	9,1	-26,0	eksi
Quanex Building Products Corp.	920	123,0	1.043	103,4	10,1	38,5	23,9
Nippon Aqua Co., Ltd.	186	8,0	193	20,2	9,6	13,0	14,3
Masterplast Nyrt.	138	18,0	157	13,2	11,9	6,9	20,0
MEDYAN					11,0		20,0

Boya Üreticisi Şirketler

Yurtdışı Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	2020 Net Borç (mnTL)	Firma Değeri (mnTL)	2020 FAVÖK (mn TL)	Firma Değeri / FAVÖK	2020 Net Kar (mn TL)	Fiyat / Kazanç
TOA Paint Public Co. Ltd.	1.984	-178,0	1.812	95,8	18,9	67,7	29,3
Tikkurila Oyj	1.788	14,4	1.803	95,5	18,9	52,7	33,9
Berger Paints Bangladesh Limited	934	-32,8	901	46,7	19,3	29,2	32,0
Yung Chi Paint & Varnish Mfg. Co., Ltd.	418	-95,0	323	39,5	8,2	29,6	14,1
Flügger group A/S	338	29,2	375	35,0	10,7	20,5	16,5
Fabryka Farb i Lakierów Sniezka SA	299	68,7	369	36,4	10,1	20,9	14,3
Samhwa Paints Industrial Co., Ltd.	301	71,9	373	28,6	13,0	6,0	50,0
Kangnam Jevisco Co., Ltd.	171	-17,3	153	16,1	9,5	21,4	8,0
MEDYAN (*)					11,9		22,9

(*) Üzeri çizili ve kırmızı olan uç değerleri içermemektedir.

Kalekim'in Piyasa Çarpanları Analizi yöntemine göre değerinin hesaplanmasında piyasa çarpanlarına verilen ağırlık oranları net satışların ürün gruplarına göre dağılımı göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Bu kapsamda Borsa İstanbul'daki benzer şirketlerin çarpanları %50, uluslararası kimyasal yapıştırıcı üreticilerinin çarpanları %25, uluslararası yapı malzemesi üreticilerinin çarpanları %10 ve uluslararası boya üreticilerinin çarpanları %5 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Kalekim'in özsermaye değeri, Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmıştır.

TL	BiST Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Medyan FD / FAVÖK Çarpanı	14,3	13,2	11,0	11,9
Kalekim FAVÖK'ü	109.726.566			
Kalekim Firma Değeri	1.569.089.894	1.448.390.671	1.206.992.226	1.305.746.135
Kalekim Net Nakit Pozisyonu	86.510.913			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28.112.495			
2020 Kar Payı Ödemesinin Düzeltmesi	12.500.000			
Kalekim Özsermaye Değeri	1.671.213.302	1.550.514.079	1.309.115.634	1.407.869.543
Kalekim Çıkarılmış Sermayesi	100.000.000			
Kalekim Pay Başına Düşen Değer	16,71 TL	15,51 TL	13,09 TL	14,08 TL
Değerleme Ağırlığı	50%	25%	10%	15%
Kalekim Pay Başına Düşen Ortalama Değer	15,65 TL			

Kalekim'in özsermaye değeri, Fiyat / Kazanç çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmıştır.

TL	BIST Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Medyan F/K Çarpanı	19,7	18,1	20,0	22,9
Kalekim Net Kar'ı	83.920.166			
Kalekim Özsermaye Değeri	1.653.227.270	1.518.955.005	1.678.403.320	1.921.771.801
Kalekim Çıkarılmış Sermayesi	100.000.000			
Kalekim Pay Başına Düşen Değer	16,53	15,19	16,78	19,22
Değerleme Ağırlığı	50%	25%	10%	15%
Kalekim Pay Başına Düşen Ortalama Değer	16,62			

Kalekim'in pay başına düşen değeri piyasa çarpanları analizinde kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile elde edilen değerlerin ortalaması alınarak 16,14 TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket için yapılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) 2021 yılı için %19,7, 2022 yılı için %19,5, 2023 yılı için %19,7, 2024 yılı için %19,8, 2025 yılı için %19,9 ve 2026-2030 dönemi için %19,6 olarak hesaplamasında risksiz getiri oranının %16,0, risk priminin %5,5, beta 1,0 olarak alınmış ve özsermaye maliyeti %21,5 olarak, borçluluk oranı 2021 yılı için %24,0, 2022 yılı için %27,0, 2023 yılı için %26,0, 2024 yılı için %25, 2025 yılı için %24,0 ve 2026-2030 dönemi için %24 ve vergi oranı ilk yıl için %25, ikinci yıl için %23, sonraki yıllarda ise %20 olmak üzere borçlanma maliyeti ise 2021-2025 döneminde %18 ve 2026-2030 döneminde %17 olarak alınmıştır.

-Şirketin 2020 yılındaki 526 milyon TL olan hasılatının 2030 yılında kadar kademeli olarak artışla 2.388 milyon TL olacağı,

-Şirketin 2020 yılındaki 110 milyon TL olan FAVÖK'ünün 2030 yılında kademeli olarak artışla 475 milyon TL olacağı,

- 2020 yılında 32 milyon TL olan yatırım harcamalarının 2021 yılında 66 milyon TL, 2022 yılında 63 milyon TL, 2023 yılında 39 milyon TL, 2024 yılında 42 milyon TL, 2025 yılında 45 milyon TL ve 2026-2030 döneminde yıllık 33 milyon TL olacağı,

- Bu doğrultuda İNA yöntemine göre özsermaye değeri 1.879 milyon TL olarak belirlenmiş olup pay başına düşen değer 18,79 TL olarak hesaplanmıştır.

c) Sonuç

Kalekim'in değerlemesinde kullanılan piyasa çarpanları analizi yöntemine %75, indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek pay başına düşen ortalama değer 16,80 TL olarak hesaplanmıştır.

Kalekim'in halka arz fiyat aralığının belirlenmesinde %18,2 oranında iskonto uygulanarak 13,75 TL taban fiyat; %12,2 oranında iskonto uygulanarak 14,75 TL ise tavan fiyat olarak belirlenmiştir.

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Kalekim, fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ve çarpan analizi yönetiminin kullanılmasının uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Özkaynak değerinin hesaplanmasında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinin ağırlıklandırılma oranlarının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Hesaplanan pay başına değere %12,2 ve %18,2 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 13,75 – 14,75 TL olarak belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.