

# KALEKİM KİMYEVİ MADDELER SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park  
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL  
Tel: 0212 319 12 10

05 Mayıs 2021

## 1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporu yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Kalekim" ) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 19 Nisan 2021 tarihli Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş., seramik yapıstırcıları ve derz dolguları üretimiyle 1973 yılında başladığı faaliyetlerine halen, inşaat sektörünün çeşitli yapı kimyasallarını üreterek ve/veya ürettirerek devam etmektedir. Yurt dışında; Arnavutluk'ta kurulu sermayesinin %51'ine sahip olduğu "Kalekim Neon" şirketi ile Rusya'da kurulu sermayesinin%100'üne sahip olduğu "OOO Kalekim Rusya" şirketi unvanlı iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Kalekim, tüm ürün tasarım süreçlerini ve yapı kimyasalları ile inşaat boya ve vernikleri sektörüne yönelik yaptığı üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir. Türkiye'de sınırları içinde 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.

Şirket, ürünlerini yurtiçi pazarda 4 kanal vasıtasıyla tüketicilerine ulaştırmaktadır. Bunlar perakende, yapı market, kurumsal ve dijital kanallardır. Bayi dağıtım ağı sayesinde, yurt içinde tüm illerde ve 251 bayi ve muhtelif satış noktalarında Kalekim ürünlerine ulaşılabilir. Yurtdışı pazarda ise faaliyet gösterilen ülkelerde perakende ve kurumsal kanal aracılığıyla ürünler 117 bayi ve muhtelif satış noktalarında yer almaktadır.

Şirket'in yurtdışında büyüme stratejisi, Pazar potansiyelinin ve Şirket'in rekabet gücünün yüksek olduğu ülkelerde "yerelleşme" modelini hayata geçirmektir. Bu doğrultuda, Şirket söz konusu ülke ya da bölgede ihracat yapmanın getirdiği lojistik dezavantajını ortadan kaldırarak, yerinde üretim yapma ve müşteri kitlesine yönelik pazarlama aksiyonları gerçekleştirme hedefiyle hareket etmektedir.

Kalekim'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin gelirlerinin ürün grubu bazında dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Net Satışların Dağılımı (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Ürünler	346.018.235	381.006.983	525.586.482
Seramik Uygulamaları	261.367.109	285.698.360	387.129.627
Su Yalıtım	23.396.132	31.061.697	39.058.495
Boya - Sıva	28.557.596	39.693.284	73.732.061
Diğer	32.697.398	24.553.642	25.666.299
İsim Hakkı Gelirleri	368.263	475.216	660.645
Seramik Uygulamaları	368.263	475.216	660.645
<b>Toplam</b>	<b>346.386.498</b>	<b>381.482.199</b>	<b>526.247.127</b>

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### 3- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 15.000.000 TL Sermaye Artışı ve 15.000.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Bu durumda, Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payları ile sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek payların toplam nominal değeri 30.000.000 TL olacaktır. Şirketin mevcut 100.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesi, halka arz sonrası 115.000.000 TL olacaktır. Halka arz fiyatı 13,75 TL – 14,75 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 412,5 milyon TL – 442,5 milyon TL (Ek Satış Dahil 474,4 milyon TL – 508,9 milyon TL) olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 1.581 milyon TL – 1.696 milyon TL olacaktır. Talep toplama işlemi 06-07 Mayıs 2021 tarihleri arasında “Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul’da Yıldız Pazar’da işlem görecektir. Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamında, H. İbrahim Bodur Holding A.Ş., Şirket paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, Şirket paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını taahhüt etmiştir. Şirket, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün boyunca bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını ve yeni iktisap olunan paylar da dahil olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını taahhüt etmiştir. Buna ek olarak, halka arz eden pay sahibi H. İbrahim Bodur Holding A.Ş., payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün boyunca bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını ve yeni iktisap olunan paylar da dahil olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını taahhüt etmiştir.

<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	06-07 Mayıs 2021
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	13,75 TL – 14,75 TL
<b>Aracılık ve Halka Arz Yöntemi</b>	“En İyi Gayret Aracılığı” ve “Fiyat Aralığı İle Talep Toplama”
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi</b>	100.000.000 TL
<b>Halka Arz Edilen Miktar ve Türü</b>	15.000.000 TL nominal (Sermaye Artışı) 15.000.000 TL nominal (Ortak Satışı) 4.500.000 TL nominal (Ek Satış) Toplam 30.000.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Hariç) Toplam 34.500.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Dahil)
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%26,09 (Ek Satış Dahil %30)
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi</b>	115.000.000 TL
<b>Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)/ Pazarı</b>	Yıldız Pazar
<b>Tahsisatlar</b>	20.400.000 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%68) 600.000 TL Şirket Çalışanları (%2) 6.000.000 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%20) 3.000.000 TL Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%10)
<b>Taahhütler</b>	Şirket, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 Gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde halka arza konu edilmeyeceğini; Halka Arz Eden Pay Sahibi H. İbrahim Bodur Holding A.Ş., 180 Gün süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde Borsa’da veya Borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını; Şirket paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa’da satılmayacağını, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmiştir.
<b>Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler</b>	Payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gündür.

#### 4- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı			Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	93.893.158	94	78.893.158	69	74.393.158	64,6897
Dr. İbrahim Bodur KaleSeramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı	4.395.688	4	4.395.688	4	4.395.688	3,8223
Bodur Menkul İş Geliştirme San. ve Tic. A.Ş.	1.310.093	1	1.310.093	1	1.310.093	1,1392
Kalemaden Endüstriyel Hammaddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	47.087	0,0471	47.087	0	47.087	0,0409
Kale Holding A.Ş.	174	0,0002	174	0	174	0,0002
Diğer	353.800	0,3538	353.800	0,00	353.800	0,3077
Halka Açık			30.000.000	26,09	34.500.000	30,00
<b>Toplam</b>	<b>100.000.000</b>	<b>100</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100</b>	<b>115.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu

#### 1-Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Halka arz ile sermaye artışı yoluyla;

- Fon elde edilmesi
- Kurumsallaşma
- Şeffaflık
- Hesap verilebilirlik
- Kurumsal yönetim ilkelerinin daha etkin uygulanması
- Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlenmesi hedeflenmektedir.

Şirket tarafından sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin detayları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Fonun Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Yurtiçi Şirket Satın Almaları ve/veya Yurtiçi Yeni Yatırımlar	%60 - %70
Yurtdışı Yatırımlar	
- Yurtdışı Yeni Yatırımlar	%25 - %35
- Mevcut Yurtdışı Yatırımlar	%5 - %15

## 2- Özet Finansallar

Kalekim - Özet Finansallar			
Gelir Tablosu (TL)			
Göstergeler	2018	2019	2020
Satışlar	346.386.499	381.482.199	526.247.127
Satışların Maliyeti	237.686.599	245.165.636	320.540.797
Brüt Kar	108.699.900	136.316.563	205.706.330
Brüt Kar Marjı	31,4%	35,7%	39,1%
Faaliyet Giderleri	78.937.999	93.390.351	112.330.274
Faaliyet Karı	41.237.057	49.997.725	86.402.773
Faaliyet Kar Marjı	11,9%	13,1%	16,4%
Net Finansman Giderleri	19.548.954	17.934.344	2.934.866
Net Kar	23.653.979	29.270.537	82.494.557
Amortisman	5.700.420	12.823.734	18.632.527
FAVÖK	35.462.321	55.749.946	109.726.566
FAVÖK Marjı	10%	15%	21%
Bilanço (TL)			
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.754.659	72.330.687	124.328.312
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	96.390.479	105.588.941	119.273.456
Stoklar	32.225.347	24.211.803	35.318.387
Dönen Varlıklar	165.222.006	211.791.972	295.277.401
Duran varlıklar	132.011.282	149.403.876	175.157.147
Toplam Varlıklar	297.233.288	361.195.848	470.434.548
KV Finansal Borçlar	12.132.208	58.886.061	24.990.668
KV Ticari Borçlar	75.019.265	97.547.768	147.782.211
KV Yükümlülükler	101.744.302	190.621.450	208.950.544
UV Finansal Borçlar	63.785.589	6.187.142	12.826.731
UV Yükümlülükler	70.934.420	13.675.119	22.908.844
Toplam Yükümlülükler	172.678.722	204.296.569	231.859.388
Özkaynaklar	124.554.566	156.659.565	239.036.098
Net Borç	49.163.138	-7.257.484	-86.510.913
Net Borç/FAVÖK	1,4	-0,1	-0,8

Kaynak: Kalekim Bağımsız Denetim Raporu, Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## 3- Kalekim'in Güçlü Yönleri

- Yüksek marka bilinirliği
- Müşteri odaklı stratejik planlama
- Hedeflerin yayılımı
- Çalışan gelişimi ve yetenek yönetimi
- Dünyanın her yerinde yatırım kabiliyeti
- Tasarım komitesi (TASKOM): Kalekim'de Ar-Ge çalışmalarının 90'lı yıllarda başlamasıyla birlikte ürün geliştirme faaliyetlerini sistematik bir şekilde yürütmek üzere Tasarım Komitesi (TASKOM) kurulmuş, böylece inovasyon yolculuğu başlamış ve Ar-Ge Merkezi'nin temelleri atılmıştır.
- Uygulamalı Araştırma Grubu ve Laboratuvarı (UAG – UAL): Kalekim'de Ar-Ge yapısını, sadece performans analizine dayalı Ar-Ge'den, performans ile birlikte fiziksel ve kimyasal çözümlenmeye dayalı, "üst düzey karakterizasyon yapabilen Ar-Ge haline dönüştürmek" vizyonu ile 2007 yılında UAG, 2010 yılında ise UAL kurulmuştur.

#### 4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Ak Yatırım'ın hazırladığı 19 Nisan 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

##### a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Ak Yatırım, piyasa çarpanları yönteminin, Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki 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 birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemi olduğunu ifade etmiştir. Bu yöntemde, söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları baz alınarak analiz yapılmıştır. Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Kalekim gibi ağırlıklı olarak seramik uygulamaları sektöründe faaliyet gösteren bir şirket olmadığından yapı malzemeleri alanındaki muhtelif sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketlerden çimento ve boya sektöründe yer alanların Kalekim ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülmüştür.

Kalekim'in değeri hesaplanırken kullanılan piyasa çarpanlarına verilen ağırlık oranları belirlenirken, net satışların ürün gruplarına göre dağılımı göz önünde bulundurulmuştur. Seramik uygulamalarının toplam satışlar içindeki payı %74 olduğu için seramik uygulamaları ürünlerinin büyük kısmını oluşturan çimento üreticilerinden teşekkül eden Borsa İstanbul'daki benzer şirketlerin çarpanları %50 ve yine seramik uygulamaları ürünlerinin bir bölümünü oluşturan uluslararası kimyasal yapıştırıcı çarpanları %25 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Böylece, Kalekim'in satışlarının yaklaşık %74'ünü temsil eden seramik yapıştırıcılarının toplam %75 (%50 çimento + %25 kimyasal yapıştırıcılar) gibi bir ağırlık oranı ile piyasa çarpanları analizinde temsil edilmesi sağlanmıştır. Su yalıtım ve diğer ürünlerin toplam payı yaklaşık %12 olduğu için uluslararası yapı malzemesi üreticilerinin çarpanları %10 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Kalekim'in boya ve ürünlerinin net satışlar içindeki payı da yaklaşık %14 olduğu için uluslararası boya üreticilerinin çarpanlarını %15 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Piyasa çarpan analizi sonucunda, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ağırlıklandırılmasıyla Şirket'in pay başına düşen değeri 16,14 TL olarak hesaplanmaktadır.

FD/FAVÖK Çarpan Analizi	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ürün.	Uluslararası Yapı Mal. Ürün.	Uluslararası Boya Ürün.
FD/FAVÖK (Medyan)	14,3x	13,2x	11,0x	11,9x
Kalekim FAVÖK	109.726.566			
Firma Değeri	1.569.089.894	1.448.390.671	1.206.992.226	1.305.746.135
Net Nakit Pozisyonu	86.510.913			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28.112.495			
2020 Net Kar Payı Ödemesinin Düzeltmesi	12.500.000			
Özsermaye Değeri	1.671.213.302	1.550.514.079	1.309.115.634	1.407.869.543
Çıkarılmış Sermaye	100.000.000			
Pay Başına Değer (TL)	16,71	15,51	13,09	14,08
Ağırlık (%)	50%	25%	10%	15%
Pay Başına Düşen Ortalama Değer (TL)	15,65			

F/K Çarpan Analizi	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ürün.	Uluslararası Yapı Mal. Ürün.	Uluslararası Boya Ürün.
F/K (Medyan)	19,7x	18,1x	20,0x	22,9x
Kalekim Net Karı	83.920.166			
Özsermaye Değeri	1.653.227.270	1.518.955.005	1.678.403.320	1.921.771.801
Çıkarılmış Sermaye	100.000.000			
Pay Başına Değer (TL)	16,53	15,19	16,78	19,22
Ağırlık (%)	50%	25%	10%	15%
Pay Başına Düşen Ortalama Değer (TL)	16,62			

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, Ak Yatırım 2021-2030 yılları için projeksiyon gerçekleştirmiştir.

Rapor’da AOSM’nin 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 ise %19,6 olacağı hesaplanmıştır. Risksiz faiz oranı, Türkiye 10 yıllık TL tahvil oranının 2021 yılı başından raporun yazıldığı döneme kadar olan %16 oranındaki ortalama faiz getirisi olarak dikkate alınmıştır. Hisse senedi risk primi için %5,5 öngörülmüştür. Borçlanma maliyeti ise 2021-2025 döneminde %18 ve 2026-2030 döneminde %17 olarak kullanılmıştır. Şirket’in henüz halka açık olmaması nedeniyle, halka arzdan sonra da Borsa İstanbul genelindeki hisse senetlerinin genel seyirlerinin paralel hareket edeceği varsayılmış ve bu varsayım doğrultusunda da betası 1 olarak kabul edilmiştir.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde Kalekim’in firma değeri 1.777 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket 2020 yılsonundaki 86,5 milyon TL net pozisyonda bulunduğundan ulaşılan piyasa değeri ise 1.879 milyon TL olarak belirlenmiştir.

İNA (milyon TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
Satışların Değişimi	38%	43%	22%	17%	15%	14%	11%	11%	11%	11%	11%
Satışların Maliyeti	-321	-456	-559	-656	-756	-863	-960	-1.065	-1.182	-1.312	-1.457
<b>Brüt Kar</b>	<b>205</b>	<b>297</b>	<b>363</b>	<b>423</b>	<b>486</b>	<b>554</b>	<b>613</b>	<b>681</b>	<b>756</b>	<b>839</b>	<b>931</b>
Brüt Kar marjı	39,1%	39,5%	39,4%	39,2%	39,1%	39,1%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%	39,0%
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>-115</b>	<b>-161</b>	<b>-195</b>	<b>-227</b>	<b>-260</b>	<b>-295</b>	<b>-326</b>	<b>-360</b>	<b>-397</b>	<b>-441</b>	<b>-490</b>
Faaliyet Giderleri/Satışlar	21,9%	21,4%	21,2%	21,0%	20,9%	20,8%	20,7%	20,6%	20,5%	20,5%	20,5%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>91</b>	<b>137</b>	<b>168</b>	<b>196</b>	<b>226</b>	<b>259</b>	<b>288</b>	<b>321</b>	<b>359</b>	<b>398</b>	<b>442</b>
Faaliyet Karı marjı	17,2%	18,1%	18,2%	18,2%	18,2%	18,3%	18,3%	18,4%	18,5%	18,5%	18,5%
Amortisman Düzeltmesi	19	20	23	25	27	30	33	33	33	33	33
<b>FAVÖK</b>	<b>110</b>	<b>157</b>	<b>191</b>	<b>221</b>	<b>253</b>	<b>289</b>	<b>321</b>	<b>354</b>	<b>392</b>	<b>431</b>	<b>475</b>
FAVÖK marjı	21%	21%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi	-20	-31	-35	-35	-41	-47	-58	-64	-72	-80	-88
Yatırım Harcamaları	-32	-66	-63	-39	-42	-45	-33	-33	-33	-33	-33
Net İşletme Sermayesi Değişimi	25	-4	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>83</b>	<b>56</b>	<b>90</b>	<b>146</b>	<b>169</b>	<b>195</b>	<b>227</b>	<b>254</b>	<b>284</b>	<b>315</b>	<b>350</b>
Serbest Nakit Akımları/Satışlar	15,9%	7,4%	9,8%	13,5%	13,6%	13,7%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%
AOSM	19,7%	19,7%	19,5%	19,7%	19,8%	19,9%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%	19,6%
İndirgeme Oranı	1,0345	1,2364	1,4804	1,7734	2,1258	2,5422	3,0402	3,6357	4,3479	5,1996	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>		<b>53,7</b>	<b>73,2</b>	<b>98,4</b>	<b>95,3</b>	<b>91,7</b>	<b>89,4</b>	<b>83,6</b>	<b>78,1</b>	<b>72,5</b>	<b>67,4</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı</b>							<b>803</b>				

İNA Analizi Sonucu	(milyon TL)
<b>İNA Toplamı</b>	<b>803</b>
Uç Dönem FD/FAVÖK Oranı	10,67x
Kalekim’in 2030 Yılındaki FAVÖK Tahmi	475
Uç Değerin 2030'daki Değeri	5.065
2030 Yılına Bugüne İndirgeme Oranı	5,1996
<b>Uç Değerin Bugünkü Değeri</b>	<b>974</b>
<b>Firma Değeri</b>	<b>1.777</b>
Net Nakit Pozisyonu	86,5
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28,1
2020 Kar Payı Ödemesinin Düzeltmesi	12,5
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>1.879</b>
Kalekim’in Çıkarılmış Sermayesi	100
<b>1 TL Nominal Bedelli Kalekim Payı</b>	
<b>Başına Düşen Değer</b>	<b>18,79 TL</b>

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

## 5- Sonuç

Ak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri sırasıyla %75 ve %25 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Kalekim için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde pay başına düşen ortalama değer 16,80 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %18,2 oranında iskonto uygulanarak Şirket’in taban halka arz fiyatı 13,75 TL, %12,2 oranında iskonto ile halka arz tavan fiyatı 14,75 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Taban Fiyat	Tavan Fiyat
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payının Halka Arz Fiyatı	13,75 TL	14,75 TL
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı başına Düşen Değer		16,80 TL
Halka Arz İskontosu	%18,2	%12,2
<b>Kalekim Payının Halka Arz Fiyatı (TL)</b>	<b>13,75</b>	<b>14,75</b>

Kaynak: Ak Yatırım Fiyat Tespit Raporu

### Ak Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Kalekim fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket’in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşünderiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporunda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünürüz.
- Hem “Piyasa Çarpanları” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- Çarpan analizinde ağırlık oranları belirlenirken net satışların ürün gruplarına göre dağılımının göz önünde bulundurulmasını ve bu doğrultuda benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin gruplandırılarak analize dahil edilmesini makul buluyoruz.
- Projeksiyon döneminde 2026-2030 dönemi için %19,6 olarak hesaplanan AOSM ve uygulanan %18,2 ve %12,2 halka arz iskontolarının makul ve yeterli olduğu görüşünderiz.
- Değerleme çalışması kapsamında, önümüzdeki 10 yıllık projeksiyon döneminde mevcut makroekonomik koşullardaki oynaklığın uzun vadeli tahminlerin oynaklığını artırıcı yönde etki yapacağı vurgulanmış ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemine %25 ağırlık verilmiştir. Şirket’in faaliyet alanı itibarıyla söz konusu makroekonomik durumlardan etkilenme potansiyelinin diğer şirketlerle kıyaslandığında belirgin bir fark yaratmayacağı kanaatindeyiz. Riske maruz değer oluşturmadığı için Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemlerinin %50-%50 ağırlıklandırılmasının daha uygun olabileceği görüşünderiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekinçelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Kalekim için %18,2 halka arz iskontosuyla 13,75 TL taban fiyatı ve %12,2 halka arz iskontosuyla 14,75 TL tavan fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünürüz.



### **Uyarı Metni**

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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerinticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.