

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	KLKIM
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığıyla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurtdışı Kurumsal : %10 Yurtiçi Kurumsal : %20 Yurtiçi Bireysel : %68 Şirket Çalışanları: %2
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	6 - 7 Mayıs 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL
Sermaye Artırımı	15.000.000 TL
Ortak Satışı	15.000.000 TL
Ek Satış	4.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	115.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	26,09%
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	30,00%
Talep Toplama Fiyatı-Taban	13,75 TL
Talep Toplama Fiyatı-Tavan	14,75 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Hariç)	412.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Hariç)	442.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Dahil)	474.375.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Dahil)	508.875.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri-Taban	1.375.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri-Tavan	1.475.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri-Taban	1.581.250.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri-Tavan	1.696.250.000 TL
Satmama Taahhüdü	Kalekim, H. İbrahim Bodur Holding A.Ş. ve Dr. (h.c) İbrahim Bodur Kaleseramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı için 180 gün
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/12 - Taban	16,67
F/K 2020/12 - Tavan	17,88
FD/FAVÖK 2020/12 - Taban	11,74
FD/FAVÖK 2020/12 - Tavan	12,65
PD/DD 2020/12 - Taban	5,76
PD/DD 2020/12 - Tavan	6,18

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020/12 - Taban	19,17
F/K 2020/12 - Tavan	20,56
FD/FAVÖK 2020/12 - Taban	11,74
FD/FAVÖK 2020/12 - Tavan	12,65
PD/DD 2020/12 - Taban	3,09
PD/DD 2020/12 - Tavan	3,21

## Özet Bilgi

- Şirket, seramik yapıştırıcıları ve derz dolguları üretimiyle 1973 yılında 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 unvanlı iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır.
- Kalekim, tüm ürün tasarım süreçleri ve yapı kimyasalları ile inşaat boya ve vernikleri sektörüne yönelik yaptığı üretim faaliyetlerini yurtiçinde 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. Ayrıca biboya.com.tr e-ticaret 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 yapıştırıcıları, derz dolgular, astarlar, yüzey bakım ve temizlik ürünleri, mastik ve köpüklerden oluşmaktadır.

- **2. Boya Uygulamaları:** İnşaat boya kategorisinde iç cephe - dış cephe boya, 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 Bİ'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.
  - **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.
  - **Isı Yalıtımı Uygulamaları:** Kalekim, 2004 yılında Dow Chemical ve Mardav ile işbirliği yaparak Mavi Kale - Blue' Safe markası mantolama sistemi oluşturularak ısı yalıtım sektörüne adım atmıştır. Bugün Kalekim Isı Yalıtım Sistemleri altında ısı yalıtım levhaları, yapıştırıcıları, sıvaları, 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 net satışları içerisinde en yüksek paya seramik uygulamaları ürün grubu sahiptir. Şirket'in büyüme hedefi olan su yalıtımı, boya - sıva uygulamaları seneler bazında toplam pay içerisinde artış göstermektedir.

#### Üretim

- 31.12.2020 itibari ile Şirket'in kuru harç üretim kapasitesi 930.150 ton, boya/sıva tesisinin kapasitesi ise 50.000 tondur. Şirket'in yurtiçinde İstanbul, Balıkesir, Isparta, Yozgat/Yerköy, Mardin, Erzurum ve Mersin'de, yurtdışında ise Arnavutluk Tiran'da üretim tesisleri bulunmaktadır.

#### İhracat

- Kalekim 1999 yılından itibaren sürdürdüğü ihracat faaliyetlerine, 80'den fazla ülkede devam etmektedir. Şirket toplam cirosunun 2020 itibarıyla %28,7'sini oluşturan yurtdışı satışlarını artırmak, Şirket'in öncelikli stratejileri arasında yer almaktadır. TÜİK verilerine göre seramik uygulamaları ve boya iş kollarında Şirket, Türkiye ihracatının %27'sini gerçekleştirmektedir. İhracat yapılan ülkelerde iş modeli güvenilir distribütörler ile uzun dönemli işbirlikleri kurmak ve satış kanallarını bu işbirliği ile güçlendirilmek üzerine oluşturulmuştur.

#### Ortaklık Yapısı

- Kalekim'in doğrudan ana hissedarları %93,89 payla H.İbrahim Bodur Holding A.Ş.'dir. H. İbrahim Bodur Holding A.Ş. kurulduğu 1971 yılından bu yana, olanaklarını iştirak ettiği şirketlerle birleştirerek, bu şirketlere sermaye ve finansal destek sağlamakta, Kale Grubu bünyesinde yeni şirketler, yeni tesisler kurarak ülke kalkınmasına katkıda bulunmayı sürdürmektedir. Kalekim'in detaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Kalekim Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar						
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 Yardım Vakfı	4.395.688	4,40%	4.395.688	3,82%	4.395.688	3,82%
Bodur Menkul İş Geliştirme San. ve Tic. A.Ş.	1.310.093	1,31%	1.310.093	1,14%	1.310.093	1,14%
Kalemaden Endüstriyel Hammaddeler San. Tic. 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	-	-	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: Fiyat Tespit Raporu

#### Halka Arzdan Elde Edilen Gelirin Kullanım Yerleri

Yurtiçi Şirket Satın Almalar ve/veya Yurtiçi Yeni Yatırımlar	%60 - %70
Yeni Yurt Dışı Yatırımlar	%25 - %35
Mevcut Yurt Dışı Yatırımlar	%5 - %15

Kaynak: İzahname

## Mali Tablolar

<b>Kalekim Bilanço (TL)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>165.222.006</b>	<b>211.791.971</b>	<b>295.277.401</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.754.659	72.330.687	124.328.312
Ticari Alacaklar	96.390.479	105.588.941	119.273.456
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>93.796.210</i>	<i>103.910.764</i>	<i>113.283.848</i>
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>2.594.269</i>	<i>1.678.177</i>	<i>5.989.608</i>
Diğer Alacaklar	154.950	97.208	111.547
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>97.335</i>	<i>97.208</i>	<i>111.547</i>
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>57.615</i>		
Stoklar	32.225.347	24.211.803	35.318.387
Peşin Ödenmiş Giderler	698.343	73.088	1.311.851
Türev Araçlar			127.162
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	3.050.109	3.294.818	6.454.873
Diğer Dönen Varlıklar	5.948.119	6.195.426	8.351.813
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>132.011.282</b>	<b>149.403.876</b>	<b>175.157.147</b>
Diğer alacaklar	213.525	213.524	213.525
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>213.525</i>	<i>213.524</i>	<i>213.525</i>
Finansal yatırımlar	2.101.904	4.540.553	
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar			1.880.010
Maddi duran varlıklar	92.920.913	95.456.674	107.137.082
Maddi olmayan duran varlıklar	2.940.507	7.240.493	13.959.857
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	17.950.971	17.950.971	28.112.495
Kullanım hakkı varlıkları		8.310.902	16.367.563
Peşin ödenmiş giderler	4.165.266	3.622.900	
Ertelenmiş vergi varlıkları	11.718.196	12.067.859	7.486.615
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>297.233.288</b>	<b>361.195.847</b>	<b>470.434.548</b>

KAYNAKLAR	2018	2019	2020
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>101.744.302</b>	<b>190.621.450</b>	<b>208.950.544</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	3.402.774	2.933.824	24.990.668
<i>Kiralama işlemlerinden borçlar</i>		2.933.824	4.578.518
<i>Banka kredileri</i>	3.402.774		20.412.150
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	8.729.434	55.952.237	
Ticari borçlar	75.019.265	97.547.768	147.782.211
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	9.437.538	2.813.069	4.907.592
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	65.581.727	94.734.699	142.874.619
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	777.764	1.277.714	1.154.932
Diğer borçlar	52.400	52.400	52.400
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	52.400	52.400	52.400
Türev araçlar	75.297		
Ertelenmiş gelirler	7.904.742	24.336.988	22.486.220
Kısa vadeli karşılıklar	5.190.552	7.380.108	10.568.029
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar</i>	4.733.751	6.113.670	9.012.743
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	456.801	1.266.438	1.555.286
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	592.074	1.140.411	1.916.084
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>70.934.420</b>	<b>13.675.119</b>	<b>22.908.844</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	63.785.589	6.187.142	12.826.731
<i>Kiralama işlemlerinden borçlar</i>		6.187.142	12.826.731
<i>Banka kredileri</i>	63.785.589		
Uzun vadeli karşılıklar	7.148.831	7.487.977	10.082.113
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar</i>	7.148.831	7.487.977	10.082.113
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>124.554.566</b>	<b>156.899.278</b>	<b>238.575.160</b>
Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler			
<i>Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kaz. Net</i>	<b>-5.509.045</b>	<b>-5.151.089</b>	<b>-6.547.283</b>
Kar veya zararda yen. sınıflandırılacak bir. diğ. kap. Gel. Gid.			
<i>Yabancı para çevrim farkları</i>	1.163.218	1.177.291	1.027.761
<i>Diğer kazanç/(kayıplar)</i>	13.545	<b>-2.092</b>	
Finansal yatırımların yeniden değerlendirme kazançları		2.316.716	
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	8.492.340	9.652.907	11.066.896
Geçmiş yıllar karları/(zararları)	<b>-3.259.471</b>	19.233.941	49.568.558
Net dönem karı	23.653.979	29.431.890	83.920.166
Kontrol gücü olmayan paylar		239.714	<b>-460.938</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>297.233.288</b>	<b>361.195.847</b>	<b>470.434.548</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

<b>Kalekim Gelir Tablosu</b>			
<b>TL</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Satış Gelirleri	346.386.499	381.482.199	526.247.127
Yıllık Değişim		10,1%	37,9%
Satışların Maliyeti (-)	237.686.599	245.165.636	320.540.797
Yıllık Değişim		3,1%	30,7%
<b>Brüt Kar</b>	<b>108.699.900</b>	<b>136.316.563</b>	<b>205.706.330</b>
Yıllık Değişim		25,4%	50,9%
Brüt Kar Marjı	31,4%	35,7%	39,1%
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	53.047.224	63.213.842	77.091.466
Genel yönetim giderleri (-)	24.820.253	28.729.770	35.238.808
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	1.070.522	1.446.739	2.868.706
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>29.761.901</b>	<b>42.926.212</b>	<b>90.507.350</b>
Yıllık Değişim		44,2%	110,8%
Faaliyet Kar Marjı	8,6%	11,3%	17,2%
Amortisman	5.738.099	12.773.788	19.219.216
<b>FAVÖK1</b>	<b>35.500.000</b>	<b>55.700.000</b>	<b>109.726.566</b>
Yıllık Değişim		56,9%	97,0%
FAVÖK1 Marjı	10,2%	14,6%	20,9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	45.858.727	29.934.898	54.262.306
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	34.383.571	22.863.385	58.366.883
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>41.237.057</b>	<b>49.997.725</b>	<b>86.402.773</b>
Yıllık Değişim		21,2%	72,8%
<b>FAVÖK2</b>	<b>46.975.156</b>	<b>62.771.513</b>	<b>105.621.989</b>
Yıllık Değişim		33,6%	68,3%
FAVÖK2 Marjı	13,6%	16,5%	20,1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	19.927	994.083	10.162.256
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	1.924	402	474
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından/(zararlarından) paylar			-97.092
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>41.255.060</b>	<b>50.991.406</b>	<b>96.467.463</b>
Finansman Gelirleri	12.276.999	9.790.981	16.770.016
Finansman Giderleri (-)	31.825.953	27.725.325	19.704.882
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>21.706.106</b>	<b>33.057.062</b>	<b>93.532.597</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	1.947.873	-3.786.525	-11.038.040
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	-76.760	-2.805.249	-6.107.747
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	2.024.633	-981.276	-4.930.293
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>23.653.979</b>	<b>29.270.537</b>	<b>82.494.557</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Ak Yatırım, Kalekim'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA yöntemine %25 ve çarpan analizine %75 ağırlık vermiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Kalekim özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Ak Yatırım tarafından Kalekim'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Seramik uygulamalarının satışlardaki payı yaklaşık %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 üreticilerinin çarpanları %25 ağırlık ile değerlendirilmiştir. Böylece, Kalekim'in cirosunun 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. Yine aynı şekilde, 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 çarpanları %15 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Çarpan Analizi	FD/FAVÖK	F/K
Pay Başına Düşen Değer	15,65 ₺	16,62 ₺
Pay Başına Düşen Ortalama Değer	16,14 ₺	

- Yatırım amaçlı gayrimenkullerin ekspertiz değerlerine BİST'te işlem gören GYO'larki ortalama NAD iskontosu kadar bir iskonto uygulanması gerektiği kanaatindeyiz. Yatırım amaçlı gayrimenkuller hazır değer olmadığı için rayiç değerlerine iskonto konularak Firma Değerine ilave edilmelidir.
- F/K çarpanından değer hesaplanırken Kalekim'in 2020 net karında yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışından elde edilen 10,2 milyon TL'lik gelirin arizi kabul edilerek net karda düşülmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bu şekilde F/K'dan hesaplanan değer yaklaşık %12 daha düşük çıkacaktır.

## İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.



- **Satışlar:** Kalekim'in iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hacimleri ve ortalama satış fiyatları hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır. Satışlardaki artışın ne kadarının hacimden ne kadarının fiyat artışından kaynaklanacağına yer verilmemiş olup TL bazlı ciro artışları gösterilmiştir. Şirketin üretim tesislerinin kapasite kullanım oranları düşük seyretmesine rağmen özellikle 2021 yılındaki %43'lük gelir büyümesinin kaynağı gösterilmemiştir.
- **Satış Maliyetleri ve Brüt Kâr:** Kalekim'in mevcut brüt kâr marjını neredeyse koruyacağı ve çok hafif bir düşüşü olacağı beklentisiyle projeksiyonlar oluşturulmuştur.
- **Faaliyet Giderleri:** Kalekim'in satışlarındaki reel artış neticesinde, faaliyet giderlerinin satışlara oranının mevcut seviyesinden yaklaşık bir puan gerileyeceği ve o şekilde sabit kalacağı varsayımıyla projeksiyonlar oluşturulmuştur.
- **Amortisman:** Şirket'in yatırım planları ve amortisman hesaplamaları doğrultusunda oluşan projeksiyonları kullanılmıştır.
- **Esas Faaliyet Kârı ve Faiz. Amortisman. Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK):** Yukarıdaki varsayımların ışığında ortaya çıkan Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK, yıllara sari artacağı tahminlenmektedir. 2021 yılı tahmini FAVÖK tutarı 157 milyon TL olurken bu değer 2030 yılında 475 milyon TL'ye yükseleceği tahminlenmektedir. FAVÖK marjının ise %20 seviyelerinde olacağı tahminlenmiştir.
- **Net İşletme Sermayesi İhtiyacı:** Kalekim'in oluşturduğu iş planı doğrultusunda hedeflediği ticari alacak tahsil süresi, stok tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi gibi değişkenler neticesinde, net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmaktadır.
- **Yatırımlar:** Kalekim'in 2021-2025 döneminde yapmayı planladığı yatırım planları dikkate alınmıştır. Sonraki yıllara ilişkin olarak ise Şirket'in yeni bir yatırım öngörüsü bulunmadığından, 2026-2030 döneminde ise amortisman gider tahminine eşit olacak şekilde yatırım kalemi projeksiyonları hesaplanmıştır.
- **Vergi:** Faaliyet Kârı üzerinden Kurumlar Vergisi Oranı ile hesaplanmıştır. Kurumlar Vergisi Oranı, geçtiğimiz günlerde TBMM'ye sunulan torba yasanın yasalaşacağı varsayımıyla,
  - 2021 yılı için %25 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %23),
  - 2022 yıl için %23 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %21),
  - 2023-2025 yılları için %20 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %18)
  - 2026-2030 yılları için ise %20oranında kullanılmıştır. Söz konusu oranlar ile Faaliyet Kârı çarpılmış ve Vergi tutarları hesaplanmıştır.
- **Serbest Nakit Akımları:** Kalekim'in faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışlarını ortaya koyan FAVÖK'ünden Vergi, Yatırımlar ve Net İşletme Sermayesi İhtiyacı kalemlerini düştüğümüzde, Serbest Nakit Akımları'na ulaşılmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Risksiz getiri oranı hesaplanırken, projeksiyon dönemiyle uyumlu olacak şekilde, Türkiye'deki 10 yıllık TL cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu bağlamda, risksiz getiri oranı olarak, TRT131130T14 ISIN'lı 10 yıl vadeli tahvilin 2021 yılı başından raporun yazıldığı döneme kadar olan

%16 oranındaki ortalama getirisi, projeksiyon dönemi boyunca kullanılmıştır. Tahvil faizlerinin son dönemdeki hareketleri dikkate alındığında %16'nın oldukça üzerinde olması nedeniyle ihtiyatlı bir yaklaşımda %18,50'lik bir risksiz getiri oranının daha makul olacağı kanaatindeyiz.

- **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Şirket'in henüz halka açık olmaması nedeniyle, halka arzından sonra da Borsa İstanbul genelindeki hisse senetlerinin genel seyirlerinin paralelinde hareket edeceği varsayılmış ve bu varsayım doğrultusunda da betası 1 olarak kabul edilmiştir. Şirketin net nakit pozisyonunda olması nedeniyle düşük kaldıraçlı olması daha düşük betayla sermaye maliyeti hesaplanmasını gerektirmesine rağmen betanın 1 kullanılması yatırımcı lehinedir.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %21,5 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** 2021-2025 döneminde %18 ve 2026-2030 döneminde %17 olarak kullanılmıştır.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %24 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %19,6 - %19,9 bandında hesaplanmıştır.
- **İndirgeme Oranı:** Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden yola çıkılarak ve nakit akışlarının her yılın ortasında olduğu varsayımıyla indirgeme oranları hesaplanmıştır.
  - **İndirgenmiş Nakit Akımları:** Serbest Nakit Akımları'nın her birinin ilgili yıla ait İndirgeme Oranı ile indirilmesi suretiyle hesaplanmıştır.
  - **Uç Dönemdeki Nakit Akımlarının Değeri:** 2031 ve sonraki yıllarda oluşacak nakit akımlarının değeri, 2030 yılında elde edeceği öngörülen FAVÖK'ün 10,67 katı olarak düşünülmüştür. Buradaki yaklaşımı şirketin değerini artırıcı bir uygulama olarak değerlendiriyoruz. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli'ne göre (CAPM) uç değer hesabı uzun vadeli olgunlaşmış şirket büyüme beklentisi olan ülkenin beklenen enflasyon oranı kullanılarak yapılması gerektiği kanaatindeyiz. Ak Yatırım'ın kullanmış olduğu 10,67 FD/FAVÖK çarpanı %11 uç değer büyümesine denk gelmektedir ki bu büyümeyle uç değer yapılmasını makul bulmuyoruz. %7 ile uç değer büyümesi yapılması halinde uç değer firmaya değerine etkisi yaklaşık olarak 215 milyon TL azalmaktadır.
  - Ak Yatırım sonuçta İNA'dan şirket için 1.777 milyon TL firma değeri hesaplamıştır. 86,5 milyon TL net nakit pozisyonu ve 28 milyon TL yatırım amaçlı gayrimenkuller eklenmiş ve 12,5 milyon TL temettü ödemesi düşülerek 1.879 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Kalekim AOSM	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030
Risksiz Getiri Oranı	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Beta	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Sermaye Maliyeti	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%
Özkaynak Oranı	76,0%	73,0%	74,0%	75,0%	76,0%	76,0%
Borçlanma Maliyeti	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	17,0%
Vergi Oranı	23,0%	21,0%	18,0%	18,0%	18,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	24,0%	27,0%	26,0%	25,0%	24,0%	24,0%
Borç Oranı	24,0%	27,0%	26,0%	25,0%	24,0%	24,0%
<b>AOSM</b>	<b>19,67%</b>	<b>19,53%</b>	<b>19,75%</b>	<b>19,82%</b>	<b>19,88%</b>	<b>19,60%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Halka Arz Değeri

Ak Yatırım Değerleme Sonucu (milyon TL)				
Değerleme Yöntemi	Hedef Değer (TL)	Ağırlık	Sonuç	Pay Başı Değer (TL)
İNA	1.879	25%	470	18,79
Çarpan Analizi	1.614	75%	1.210	16,14
F/K	1.662	50%	831	
FD/FAVÖK	1.565	50%	783	
<b>Hedef Değer (TL)</b>		<b>100%</b>	<b>1.680</b>	
<b>Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)</b>			100	
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>			<b>16,80</b>	

  

	Taban Fiyat	Tavan Fiyat
Pay Başı Halka Arz Fiyatı	13,75 ₺	14,75 ₺
Pay Başına Düşen Değer	16,80 ₺	
Halka Arz İskontosu	18,20%	12,20%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %25, çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerine %75 ağırlık verilmiş ve pay başı 16,80 TL değer hesaplanmıştır. Hesaplanan halka arz öncesi bu değer dikkate alındığında, taban halka arz fiyatı 13,75 TL %18,20, tavan halka arz fiyat 14,75 TL %12,20 iskontoludur.

## Sonuç

BMD Değerleme Sonucu (milyon TL)				
Değerleme Yöntemi	Hedef Değer (TL)	Ağırlık	Sonuç	Pay Başı Değer (TL)
İNA	1.302	50%	651	13,02
Çarpan Analizi	1.511	50%	756	15,11
F/K	1.457	50%	729	
FD/FAVÖK	1.565	50%	783	
<b>Hedef Değer (TL)</b>		<b>100%</b>	<b>1.406</b>	
<b>Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)</b>			100	
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>			<b>14,06</b>	

  

	Taban Fiyat	Tavan Fiyat
Pay Başı Halka Arz Fiyatı	13,75 ₺	14,75 ₺
Pay Başına Düşen Değer	14,06 ₺	
Halka Arz İskontosu	-2,23%	4,88%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu & BMD

- BMD olarak İNA varsayımlarında daha makul olduğunu düşündüğümüz %7 uç değer büyüme oranı kullanarak İNA değerini 1.302 milyon TL hesaplarken yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışından kaynaklanan net kar artışını elimine ederek yaptığımız çarpan analizinden 1.511 milyon TL değer hesaplamaktayız. Her iki yönetime de eşit ağırlık verdiğimiz Kalekim için 1.406 milyon TL piyasa değeri ve 14,06 TL pay başı halka arz öncesi değer hesaplamaktayız. Talep toplama fiyatları olan 13,75 TL bulduğumuz 14,06 TL değere göre %2 iskantolu iken 14,75 TL %5 primlidir.

- İNA'daki gelir/gider ve serbest nakit akımı varsayımlarını Ak Yatırım'ın kullandığıyla aynı kabul ettik ve BMD olarak kullandığımız uç değer varsayımlarının daha makul olduğunu düşünmekteyiz. Bu nedenle halka arz talep toplama fiyat aralığının Şirket'in adil değerini içinde barındırmasına rağmen tavan fiyatın primli olduğunu görmekteyiz. Sonuç olarak talep toplama fiyat aralığının halka arz iskontosu barındırmadığını, tavan fiyatın adil değere göre primli olduğunu düşünmekle beraber taban fiyatın şirketin adil değerine yakın olduğu kanaatindeyiz.