

Kalekim

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Mayıs 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kalekim" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	6-7 Mayıs 2021
Hisse Kodu / Pazar	KLKIM / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	26,09% (30,00% Ek Satış Dahil)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	115.000.000 TL nominal
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	13,75 – 14,75 TL
Arz Edilecek Paylar	30.000.000 TL (Sermaye Artırımı : 15.000.000 TL, Ortak Satışı : 15.000.000 TL)
Halka Arz Büyüklüğü	Ek Pay Satışı Hariç : 412.500.000 TL ile 442.500.000 TL arasında Ek Pay Satışı Dahil : 474.375.000 TL ile 508.875.000 TL arasında
Halka Arz Sonrası Hedef Piyasa Değeri	1.680.000.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat İstikrarı	Ek pay satışı gerçekleştirilmesi durumunda ek satıştan gelecek tutar ile payların borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 30 gün süreyle yapılacaktır, ancak Ak Yatırım herhangi taahhüt vermemektedir.
Fon Kullanım Yeri	Yurtiçi Şirket Satın Almalar ve/veya Yurtiçi Yeni Yatırımlar : %60-70 Yeni Yurtdışı Yatırımlar : %25-35 Mevcut Yurtdışı Yatırımlar: %5-15
Tahsisat	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar: %68 Şirket Çalışanları: %2 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar: %20 Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar: %10

Şirket Bilgileri

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 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 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 iş birliği 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 yatırım 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 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.

- Su Yalıtım Uygulamaları: Su yalıtımı ürün gamında çimento, bitüm, poliüretan, akrilik ve tekstil membran esaslı ürünlerle, su yalıtım bantlar ve yüzey hazırlık malzemeleri bulunmaktadır. Su yalıtım grubu, temelden çatıya mutfak, banyo, havuz, teras tüm ıslak hacimlere kullanılan ürünleri kapsamaktadır
- Isı Yalıtım Uygulamaları: Kalekim, 2004 yılında Dow Chemical ve Mardav ile iş birliği 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.

Ortaklık Yapısı

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası			
	Sermaye		Ek Pay Satışı Hariç		Ek Pay Satışı Dahil	
	(TL)	(%)	Sermaye (TL)	(%)	Sermaye (TL)	(%)
H.İbrahim Bodur Holding	93.893.158	94	78.893.158	69	74.393.158	64,7
Dr. İ. Bodur Kale Seramik Eğitim Sağlık Sosyal Yrd. Vk	4.395.688	4	4.395.688	4	4.395.688	3,8
Badur Menkul İş Geliştirme San ve Tic A.Ş.	1.310.093	1	1.310.093	1	1.310.093	1,1
Kalemaden Endüstriyel Hammaddeler San ve Tic AŞ	47.087	0	47.087	0	47.087	0
Kale Holding A.Ş.	174	0	174	0	174	0
Diğer	353.800	0,3	353.800	0,3	174	0,0
Halka Açık Kısım	0	0	30.000.000	26,09	34.500.000	30,00
- Sermaye Artırımı	0		15.000.000	13,04	15.000.000	13,04
- Ortak Satışı	0		15.000.000	13,04	19.500.000	16,96
Toplam	100.000.000	100	115.000.000	100	115.000.000	100

Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Şirketin 300.000.000.-TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 100.000.000.- TL olan çıkarılmış sermayesinin, mevcut ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanarak, sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 15.000.000,00 TL nakit (bedelli) olarak % 15 oranında artırılarak 115.000.000 TL' ye çıkarılmasına ve sermaye artırımını kapsamında ihraç edilen toplamda 15.000.000.-TL nominal değerli her biri 0,01 TL nominal değerli 1.500.000.000 adet payın belirlenecek halka arz fiyatı üzerinden primli olarak çıkarılmasına ve bu payların sermaye piyasası mevzuatı ve ilgili diğer mevzuat hükümlerine uygun olarak halka arz edilmesinden elde edilmesi beklenen halka arz masraflarının çıkarılması ile hesaplanacak halka arz gelirin kullanım yerleri aşağıda belirtilmiştir.

Şirket, halka arzdan 206.250.000 TL ile 221.250.000 TL aralığında gelir elde edecektir.

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Yurtiçi Şirket Satın Almaları ve/veya Yurtiçi Yeni Yatırımlar: Şirket halka arz gelirin %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.

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

(TL)	2018	2019	2020
Hasılat	346,386,499	381,482,199	526,247,127
Büyüme Oranı %	-	10%	38%
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%	36%	39%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-24,820,253	-28,729,770	-35,238,808
Pazarlama Giderleri (-)	-53,047,224	-63,213,840	-77,091,466
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1,070,522	-1,446,739	-2,868,706
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	45,858,727	299,348,898	54,262,306
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-34,383,571	-22,863,385	-58,366,883
Finansman Öncesi Faaliyet Karı	41,237,057	49,997,725	86,402,773
Faaliyet Karı Marjı	12%	13%	16%
Finansman Gelirleri	12,276,999	9,790,981	16,770,016
Finansman Giderleri	-31,825,953	-27,725,325	-19,704,882
Vergi Öncesi Kar	21,706,106	33,057,062	93,532,597
Vergi	1,947,873	3,786,525	11,038,040
Dönem Karı	23,653,979	29,270,537	82,494,557
Net Dönem Kar Marjı	7%	8%	16%
Kontrol Gücü Olmayan Payları	-	-161,353	-1,425,609
Ana Ortaklık Payları	23,653,979	29,431,890	83,920,166

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Dönen Varlıklar	165.222.006	211.791.972	295.277.401
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.754.659	72.330.687	124.328.312
Ticari Alacaklar	96.390.479	105.588.941	119.273.456
Stoklar	32.225.347	24.211.803	35.318.387
Duran Varlıklar	132.011.282	149.403.876	175.157.147
Finansal Yatırımlar	2.101.904	4.540.553	-
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
TOPLAM VARLIKLAR	297.233.288	361.195.847	470.434.548
Kısa Vadeli Yükümlülükler	101.744.302	190.621.450	208.950.544
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.402.774	2.933.824	24.990.668
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	8.729.434	55.952.237	-
Ticari Borçlar	75.019.265	97.547.768	147.782.211
Uzun Vadeli Yükümlülükler	70.934.420	13.675.119	22.908.844
Özkaynaklar	124.554.566	156.659.565	239.036.098
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Net Dönem Karı (Zararı)	23.653.979	29.431.890	83.920.166
TOPLAM KAYNAKLAR	297.233.288	361.195.847	470.434.548

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Ak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemleri kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %25, çarpan analizine %75 ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Analizi

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. Bu şirketlerden Afyon Çimento, Akçansa, Batı Çimento, Batisöke Çimento, Bursa Çimento, Çimentaş, Çimsa, Göltaş Çimento, Konya Çimento, Nuh Çimento ve Oyak Çimento'nun çimento sektöründe, DYO Boya ve Marshall'ın ise boya sektöründe faaliyet gösterdiği görülmektedir.

Kalekim ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin FAVÖK ve Net Kar verileri ile bu verilerinden yola çıkılarak hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirketler	Firma Değeri (mn TL)	2020 FAVÖK	FD/FAVÖK	2020 Net Kar	Fiyat / Kazanç
Afyon Çimento	1,681	42,2	-	17,1	-
Akçansa	3,559	323,1	11,0	115,0	30,7
Batı Çimento	4,132	91,7	-	-327,0	-
Batisöke Çimento	2,383	14,3	-	-348,5	-
Bursa Çimento	1,732	121,5	14,3	75,5	24,8
Çimentaş	2,866	10,7	-	-35,3	-
Çimsa	3,405	443,7	7,7	175,7	15,9
Göltaş Çimento	1,494	79,7	18,7	12,0	-
Konya Çimento	4,679	17,2	-	18,2	-
Nuh Çimento	7,727	479,5	16,1	570,2	14,8
Oyak Çimento	8,703	503,6	17,3	358,5	23,5
DYO Boya	1,641	313	5,2	134,0	9,5
Marshall	2,545	49	-	22,0	-
Medyan			14,3		19,7
Kalekim		109.7		83.9	

Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Kalekim ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası şirketler, Kalekim'in faaliyet konusuyla uyumlu olacak şekilde kimyasal yapııştırıcı, yapı malzemesi ve boya üreten şirketler arasından, boyut olarak Kalekim'e kıyasla çok büyük ya da çok küçük şirketler dışarıda bırakılacak şekilde belirlenmiştir.

Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi Şirketler

Şirketler	Ülke	Firma Değeri (mn TL)	2020 FAVÖK	FD/FAVÖK	2020 Net Kar	Fiyat / Kazanç
Gurit Holding AG	İsviçre	1,211	85.1	14.2	53.0	22.5
Chase Corporation	ABD	1,023	63.9	16.0	37.6	29.3
Shiny Chemical Industrail Co. Ltd.	Tayvan	766	59.1	13.0	41.8	17.8
Nan Pao Resins Chemical Co. Ltd.	Tayvan	700	65.3	10.7	43.4	15.7
Scapa Group plc	İngiltere	612	36.7	16.7	-63.2	-
Uzin Utz AG	Almanya	489	46.1	10.6	23.2	18.1
Daxin Materials Corporation	Tayvan	306	33.6	9.1	22.5	15
Tapex Co. Ltd	Güney Kore	215	16.1	13.4	12.7	18.3
Medyan				13.2		18.1

Yapı Malzemesi Üreticisi Şirketler

Şirketler	Ülke	Firma Değeri (mn TL)	2020 FAVÖK	FD/FAVÖK	2020 Net Kar	Fiyat/Kazanç
Lindab International AB	İsveç	1,796	129.9	13.8	72.6	22.4
Nitto Boseki Co., Ltd	Japonya	1,581	131.4	12.0	96.0	14.8
Elementia, S.A.B. de C.V.	Meksika	1,514	167.1	9.1	-26.0	-
Quanex Building Products Corp.	ABD	1,043	103.4	10.1	38.5	23.9
Nippon Aqua Co. Ltd.	Japonya	193	20.2	9.6	13.0	14.3
Masterplast NYRT.	Macaristan	157	13.2	11.9	6.9	20.0
Medyan				11.0		20.0

Boya Üreticisi Şirketler

Şirketler	Ülke	Firma Değeri (mn TL)	2020 FAVÖK	FD/FAVÖK	2020 Net Kar	Fiyat / Kazanç
TOA Paint Public Co. Ltd.	Tayland	1,812	95.8	18.9	67.7	29.3
Tickkurila OYJ	Finlandiya	1,803	95.5	18.9	52.7	33.9
Berger Paints Bangladesh Limited	Bangladeş	901	46.7	19.3	29.2	32.0
Yung Chi Paint & Varnish Mfg. Co. Ltd.	Tayvan	323	39.5	8.2	29.6	14.1
Flügger Group A/S	Danimarka	375	35.0	10.7	20.5	16.5
Fabryka Farb i Lakicrów Sniezka SA	Polonya	369	36.4	10.1	20.9	14.3
Samhwa Paints Industrial Co. Ltd.	Güney Kore	373	28.6	13.0	6.0	a.d.
Kangnam Jevisko Co. Ltd.	Güney Kore	153	16.1	9.5	21.4	a.d.
Medyan				11.9		22.9

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. 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.

Türk Lirası	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yapı Yap. Ür.	Uluslararası Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı (Medyan)	14.3x	13.2x	11.0x	11.9x
Kalekim'in FAVÖK'ü		109.726.566		
Kalekim'in Firma Değeri	1.569.089.894	1.448.390.671	1.206.992.226	1.305.746.135
Kalekim'in Net Nakit Pozisyonu		86.510.913		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		28.112.495		
2020 Kar Payı Ödemesinin Düzeltilmesi		12.500.000		
Kalekim'in Özsermaye Değeri	1.671.213.302	1.550.514.079	1.309.115.634	1.407.869.543
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi		100.000.000		
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	16.71 TL	15.51 TL	13.09 TL	14.08 TL
Değerleme Sonucu Ağırlığı	50%	25%	10%	15%
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer		15.65 TL		

Türk Lirası	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yapı Yap. Ür.	Uluslararası Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Şirketlerin F/K Çarpanı (Medyan)	19.7x	18.1x	20.0x	22.9x
Kalekim'in Net Karı		83,920,166		
Kalekim'in Özsermaye Değeri	1,653,227,270	1,518,955,005	1,678,403,320	1,921,771,801
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi		100,000,000		
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	16.53 TL	15.19 TL	16.78 TL	19.22 TL
Değerleme Sonucu Ağırlığı	50%	25%	10%	15%
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer		16.62 TL		

Kalekim'in 1 TL nominal değerli payı başına düşen değer, piyasa çarpanları analizi kullanılarak 16,14 TL olarak hesaplanmaktadır.

Türk Lirası	Firma Değeri/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	15.65 TL	16.62 TL
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer		16.14 TL

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

İNA 'da kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti(AOSM) hesaplamasında, risksiz getiri oranı olarak %16, risk primi olarak %5,5 alınmıştır. Şirket için hesaplanan Beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030
Risksiz Getiri Oranı	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%
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%
Borç Oranı	24,0%	27,0%	26,0%	25,0%	24,0%	24,0%
Özsermaye Oranı	76,0%	73,0%	74,0%	75,0%	76,0%	76,0%
AOSM	19,7%	19,5%	19,7%	19,8%	19,9%	19,6%

İNA (milyon TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151
Satışların Değişimi	38,00%	43%	22%	17%	15%	14%	11%	11%	11%	11%
Satışların Maliyeti	-321	-456	-559	-656	-756	-863	-960	-1065	-1182	-1312
Brüt Kar	206	297	363	423	486	554	613	681	756	839
Brüt Kar Marjı	39,10%	39,50%	39,40%	39,20%	39,10%	39,10%	39,00%	39,00%	39,00%	39,00%
Faaliyet Giderleri	-115	-161	-195	-227	-260	-295	-326	-360	-397	-441
Faaliyet Giderleri / Satışlar	21,90%	21,40%	21,20%	21,00%	20,90%	20,80%	20,70%	20,60%	20,50%	20,50%
Faaliyet Karı	91	137	168	196	226	259	288	321	359	398
Faaliyet Kar Marjı	17,20%	18,10%	18,20%	18,20%	18,20%	18,30%	18,30%	18,40%	18,50%	18,50%
Amortisman Düz.	19	20	23	25	27	30	33	33	33	33
FAVÖK	110	157	191	221	253	289	321	354	392	431
FAVÖK marjı	20,70%	20,80%	20,70%	20,50%	20,40%	20,40%	20,40%	20,30%	20,20%	20,00%
Vergi	-20	-31	-35	-35	-41	-47	-58	-64	-72	-80
Yatırım Harcamaları	-32	-66	-63	-39	-42	-45	-33	-33	-33	-33
Net. İşl. Ser. Değ.	25	-4	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3
Serbest Nakit Akımları	83	56	90	146	169	195	227	254	284	315
Ser. Nakit Ak. / Satışlar	15,90%	7,40%	9,80%	13,50%	13,60%	13,70%	14,40%	14,50%	14,60%	14,70%
AOSM		19,70%	19,50%	19,70%	19,80%	19,90%	19,60%	19,60%	19,60%	19,60%
İndirgeme Oranı	1,0345	1,2364	1,4804	1,7734	2,1258	2,5422	3,0402	3,6357	4,3479	
İndirgenmiş Nakit Akımları		53,7	73,2	98,4	95,3	91,7	89,4	83,6	78,1	72,5

İNA Toplamı	803
Uç Dönem FD/ FAVÖK	10.67x
Kalekim'in 2030 Yılındaki FAVÖK Tahmini	475
Uç Değerin 2030'daki Değeri	5.065
2030 Yılına Bugüne İndirgeme Oranı	5,1996
Uç Değerin Bugünkü Değeri	974
Firma Değeri	1.777
Net Nakit Pozisyonu	86,5
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28,1
2020 Kar Payı Ödemesinin Düzeltmesi	12,5
Özsermaye Değeri	1.879
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi	100
1 TL Nominal Bedelli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	18.79 TL

Satışlar: Kalekim'in iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hacimleri ve ortalama satış fiyatları hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır.

Satış Maliyetleri ve Brüt Kar: 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.

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.

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.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Kalekim'in Öz sermaye Değeri, 1.892 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in izahnamesinde de belirtildiği üzere halka arz öncesi 12,5 milyon TL kâr payı ödemesi yapılacaktır. Bu nedenle, öz sermaye değeri de bu kâr payı ödemesi dikkate alınarak düzeltilmiştir.

SONUÇ

Hesaplamalar neticesinde, Piyasa Çarpanları analizine %75, İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucuna %25 oranında ağırlık verilerek, 1TL nominal değerli Kalekim payı başına düşen ortalama değer, 16.80TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme- TL	Çarpan Analizi	İNA Analizi
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	16.14 TL	18.79 TL
Yöntemin Ağırlığı	75%	25%
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	16.80 TL	

Aşağıdaki tablodan da görülebileceği üzere, Kalekim'in halka arz fiyat aralığının; Tabanı olan 13.75TL'nin değerlendirme sonucu olan 16.80 TL'ye göre %18.2 oranında,

Tavanı olan 14.75 TL'nin değerlendirme sonucu olan 16.80 TL'ye göre %12.2 oranında iskontolu olduğu görülmektedir.

Değerleme- TL	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%

GÖRÜŞ

- Kalekim Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkan veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- 2020 yılı öncesinde gözlenen daha düşük seviyelerdeki FAVÖK marjındaki iyileşmenin detaylandırılması daha iyi olabilirdi.
- Çarpan analizinde yer verilen benzer şirketlerin Kale Kimya'nın faaliyetleriyle uyumlu olduğu söylenebilir. Ayrıca faaliyetleriyle ayrı ayrı analizin yapılmış olmasını olumlu karşılıyoruz.
- Taban halka arz fiyatı %18,2 tavan halka arz fiyatı %12,2 oranında iskontoludur. Tavan fiyata uygulanmış olan iskontonun bir miktar düşük kaldığını düşünüyoruz.
- Belirtilen bu çekinceler dışında hesaplanan 13,75-14,75 TL bandındaki pay başına fiyat seviyesinin makul olduğunu söyleyebiliriz.