

Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler****Halka Arza İlişkin Bilgiler**

Talep Toplama Tarihi	20-21 Temmuz 2023
Halka Arz Yöntemi	"Sabit fiyat ile talep toplama" ve "En iyi gayret yöntemi" yöntemi
Mevcut Ödenmiş Sermaye	405,388,196 TL
Halka Açıklık Oranı	21.25%
Halka Arz Metodu	109,390,465 TL Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	109,390,465 TL
Fiyat	25.00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2,734,761,625 TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	77.75	315,205,881	61.23	315,205,881
Victory International AG	18.25	74,000,000	14.38	74,000,000
Hatice Zeynep Boduk Okyay	1.99	8,049,677	1.56	8,049,677
Dr. (H.C) İbrahim Bodur Kaleseramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı	0.72	2,912,501	0.57	2,912,501
Kale Holding A.Ş.	0.00	75	0.00	75
Diğer	1.29	5,220,062	1.01	5,220,062
Halka Açık Kısım	-	-	21.25	109,390,465
TOPLAM	100.00	405,388,196	100.00	514,778,661

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Kaleseramik, Esas Sözleşmesi'nin 4. maddesinde belirtilmiş olan faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere kurulmuş olup, ana faaliyet konuları, bütün çeşitleri ve şekilleri ile beyaz ve renkli dekoratif ve artistik duvar karosu, yer karosu, granit, slab - sinterflex, cephe kaplaması, rölie, mozaik, artizan karo; seramik sağlık gereçleri, armatür ve diğer banyo tamamlayıcı tesisat malzemeleri, aksesuar malzemeleri, banyo mobilyaları; mutfak tezgahı; slab - sinterflex porselenden mamul masa tablaları, masa ve mobilyalar; seramik ve porselen sofa ve mutfak eşyaları üretimi, ithali, ihracı, satış ve pazarlamasını yürütmektedir.

Kaleseramik mevcut durumda üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir. Türkiye sınırları içerisinde Çanakkale Çan ve Yozgat Yerköy'de seramik kaplama malzemeleri, dekor, sofa ürünleri, frit ve diğer ara mamulleri; Çanakkale Semedeli lokasyonunda seramik sağlık gereçleri ve diğer tamamlayıcı sıhhi tesisat ve banyo ürünleri; Balıkesir Bandırma fabrikasında banyo mobilyası, porselen tabla ve bu tabladan mamul mobilya ürünleri üretimini yapmaktadır.

Kaleseramik, ürünlerini yurt içi pazarda 3 kanal vasıtasıyla tüketicilerine ulaştırmaktadır. Bunlar perakende, yapı market ve kurumsal kanallardır. Bayi dağıtım ağı sayesinde, yurt içinde tüm illerde 123 münhasır bayi, 349 tali bayi, 6 Kale mağazası ve 55 yapı market olmak üzere 533 muhtelif satış noktasında Kaleseramik ürünlerine ulaşılabilmektedir. Yurt dışı pazarda ise faaliyet gösterilen 86 ülkede perakende ve kurumsal kanal aracılığıyla ürünler 164 farklı bayi ve muhtelif satış noktaları ile kanalı yönetmenin yanı sıra 150 farklı büyük projede yer almıştır.

Şirket'in başlıca ürün grupları:

- **Seramik Kaplama Malzemeleri:** Bütün çeşitleri ve şekilleri ile beyaz ve renkli dekoratif ve artistik duvar karosu, yer karosu, granit, slab – sinterflex, cephe kaplaması, rölie, mozaik, artizan karo ürünlerinden oluşmaktadır.
- **Seramik Sağlık Gereçleri:** Klozet, lavabo, hela taşı, bide, seramik rezervuar ve diğer tüm bileşenleri ile vitriyeye ürünlerini kapsamaktadır.
- **Banyo Tamamlayıcılar ve Aksesuarlar:** Armatür, gömme rezervuar, klozet kapağı ve diğer banyo tamamlayıcı tesisat malzemeleri ile banyo aksesuar malzemelerini kapsamaktadır.
- **Banyo Akrilik & Kabin:** Duş kabinleri, tekne ve küvetlerini kapsamaktadır.
- **Banyo Mobilyaları:** Lavabo dolabı, boy dolabı, ayna ve diğer tüm banyo mobilya ve gereçlerini kapsamaktadır.
- **Mutfak Tezgahı:** Tek parça levha veya sinterflex plakaların laminasyonundan elde edilen teknik porselen mutfak tezgahı ürünlerini kapsamaktadır.
- **Mobilya:** Levha porselenden mamul masa tablaları, masa ve diğer tüm yaşam alanı mobilyalarını içeren ürün grubudur.
- **Atölye Kale Sofra ve mutfak eşyaları:** Artizan sır ve kişiselleştirilmiş tasarımlar ile üretilen el yapımı mutfak eşyaları ve dekoratif süsleri kapsamaktadır.
- **Frit:** İnşaat seramikleri üretimin ana hammaddelerinden olup Şirket bünyesinde üretilmekte ve Şirket'in iştiraki olan Kalefrit ile piyasaya sunulmakta olan ürün çeşidir.

Müşteri ve satış kanalları:

Kaleseramik ürünlerini yurt içi pazarda perakende, yapı market ve kurumsal kanallar aracılığıyla satışını yapmaktadır. Şirket'in yurt içinde tüm illerde 123 münhasır bayi, 349 tali bayi, 6 Kale mağazası ve 55 yapı market olmak üzere 533 satış noktası bulunmaktadır. Şirket yurt dışı pazarda ise 86 farklı ülkede perakende ve kurumsal kanal aracılığıyla 164 farklı bayi ve satış noktaları aracılığıyla ürünlerini müşterilere ulaştırmaktadır.

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

Halka arz gelirinin;

- %50'si ile Slab- sinterflex yatırımı,
- %15'i ile sürdürülebilirlik yatırımları,
- %6'sı ile yurtdışı yatırım,
- %5'i ile banyo yatırımı,
- %4'ü ile frit yatırımları,
- %20'si ile kredi kapanması için kullanılması planlanmaktadır. (Kaynak: İzahname)

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
VARLIKLAR	1,347.6	2,707.5	5,155.0	6,480.2
Dönen Varlıklar	830.1	2,083.5	3,328.3	4,277.2
Nakit ve Nakit Benzerleri	46.9	827.7	232.5	583.3
Finansal yatırımlar	0.0	0.0	97.2	116.1
Ticari Alacaklar	456.2	718.2	1,119.7	1,518.9
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	5.9	8.6	27.9	23.4
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	450.3	709.6	1,091.8	1,495.4
Diğer Alacaklar	24.5	17.6	81.1	102.1
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	24.5	17.6	81.1	102.1
Stoklar	286.0	446.7	1,490.4	1,698.0
Peşin Ödenmiş Gider	13.3	50.5	94.8	135.0
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	1.5	1.5	120.0	76.6
Diğer Dönen Varlıklar	1.6	21.3	92.5	47.2
Duran Varlıklar	517.5	624.0	1,826.7	2,203.0
Finansal yatırımlar	5.1	18.0	39.6	36.1
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	1.4	3.3	6.4	7.4
Peşin ödenen giderler	0.0	7.6	0.0	0.0
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	16.7	26.2	125.0	122.7
Maddi Duran Varlıklar	383.6	448.9	885.4	1,013.2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	42.9	50.5	72.9	82.3
Kullanım hakkı varlığı	20.9	20.0	27.6	33.0
Ertelenmiş vergi varlığı	46.5	49.4	669.4	907.8
Diğer duran varlıklar	0.4	0.0	0.5	0.5
KAYNAKLAR	1,347.6	2,707.5	5,155.0	6,480.2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	817.6	1,924.0	2,963.1	4,030.2
Kısa Vadeli Borçlanmalar	188.4	793.5	1,103.8	1,922.0
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	154.1	158.1	104.8	156.5
<i>Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları</i>	144.8	146.2	85.0	139.5
<i>Kiralama işlemlerinden borçlanmalar</i>	9.3	11.8	19.8	17.0
Türev finansal yükümlülükler	9.2	30.5	15.0	9.4
Ticari borçlar	371.4	711.4	1,154.9	1,377.1
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	98.3	103.7	96.6	141.3
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	273.1	607.7	1,058.3	1,235.8
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	7.5	10.2	29.0	298.5
Diğer borçlar	2.1	1.5	2.4	42.9
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	0.0	0.0	0.0	41.3
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	2.1	1.5	2.4	1.6
Devlet teşvik ve yardımları	0.1	0.0	0.0	0.0
Ertelenmiş gelirler	38.9	145.0	442.8	160.2
Kısa vadeli karşılıklar	44.2	70.7	103.5	53.1
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	22.6	41.5	62.6	32.5
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	21.6	29.2	40.9	20.6
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.7	3.0	6.9	10.4
Uzun Vadeli Yükümlülükler	363.0	319.3	488.0	630.9
Uzun Vadeli Borçlanmalar	305.6	232.8	232.0	378.3
<i>Uzun vadeli borçlanmalar</i>	290.8	220.4	223.4	362.4
<i>Kiralama işlemlerinden borçlar</i>	14.9	12.4	8.5	15.9
Uzun Vadeli Karşılıklar	55.6	80.4	256.0	252.6
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	55.6	80.4	256.0	252.6
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	1.8	6.1	0.0	0.0
Toplam Özkaynaklar	167.0	464.3	1,703.9	1,819.0
Ödenmiş sermaye	405.4	405.4	405.4	405.4
Sermaye düzeltme farkları	45.1	45.1	45.1	45.1
Pay ihraç primleri	107.3	107.3	107.3	107.3
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı geli	-37.8	-39.1	-149.4	-267.1
<i>Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları (kazançları)</i>	-41.6	-53.8	-180.8	-295.7
<i>Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımların diğer kapsamlı gelirlerinde</i>	0.0	0.2	-0.1	-0.1
<i>Özkaynağa dayalı finansal araçlara yapılan yatırımlara ilişkin finansal r</i>	3.8	14.5	31.4	28.7
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler	-3.7	0.3	-27.6	-34.9
<i>Yabancı para çevirim farkları</i>	-3.7	0.3	-27.6	-34.9
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	10.9	10.9	15.8	15.8
Geçmiş yıllar karları (zararları)	-434.0	-360.2	-77.6	1,266.1
Net dönem karı	73.8	294.7	1,385.1	281.4
Toplam Kaynaklar	1,347.6	2,707.5	5,155.0	6,480.2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Finansal Tablolar

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	2020	2021	2022	1Q22	1Q23
Hasılat	1,546.4	2,618.8	6,042.0	1,171.6	1,774.6
Satışların Maliyeti	-1,152.9	-1,832.3	-4,528.6	-791.6	-1,325.4
Brüt Kar	393.6	786.5	1,513.4	380.0	449.2
Genel Yönetim Giderleri	-76.2	-100.7	-188.2	-44.2	-123.7
Pazarlama Giderleri	-176.8	-298.2	-556.8	-131.5	-145.5
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-15.4	-16.5	-20.9	-6.2	-10.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	96.1	361.8	525.2	156.4	115.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-77.2	-254.9	-232.0	-89.7	-96.8
Esas Faaliyet Karı	144.1	477.8	1,040.8	264.7	188.2
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	38.4	11.6	114.9	2.8	19.5
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-2.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarını/ zararlarından paylar	0.3	1.8	3.4	0.1	1.0
TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü kazançları (zararları) ve değer düşüklüğü zararlarının iptalleri	-3.2	-4.7	-31.2	4.8	0.9
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	177.0	486.6	1,127.8	272.3	209.7
Finansman Gelirleri	48.2	90.1	133.6	43.5	27.4
Finansman Giderleri	-180.4	-281.7	-456.2	-98.9	-120.8
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	44.8	295.0	805.1	216.8	116.2
Dönem Vergi Gelir / Gider	0.0	0.0	-16.3	-58.5	-43.8
Ertelenmiş Vergi Gelir / Giderleri	29.0	-0.3	596.3	33.9	209.0
Net Dönem Karı	73.8	294.7	1,385.1	192.2	281.4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

(mn TL)	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23	LTM
Hasılat	1,546.4	2,618.8	6,042.0	1,171.6	1,774.6	6,645.1
Artış		69%	131%		51%	
Satışların maliyeti	-1,152.9	-1,832.3	-4,528.6	-791.6	-1,325.4	-5,062.4
Artış		59%	147%		67%	
Brüt Kar	393.6	786.5	1,513.4	380.0	449.2	1,582.6
Brüt Kar Marjı	25.45%	30.03%	25.05%	32.43%	25.31%	23.82%
Faaliyet giderleri	-268.3	-415.4	-765.9	-182.0	-279.2	-863.1
Diğer Gelirler	96.1	361.8	525.2	156.4	115.0	483.9
Diğer Giderler	-77.2	-254.9	-232.0	-89.7	-96.8	-239.1
FVÖK	144.1	477.8	1,040.8	264.7	188.2	964.3
FVÖK Marjı	9.20%	18.41%	17.23%	22.59%	10.61%	14.51%
Amortisman	74.7	77.0	86.6	19.8	23.6	90.4
FAVÖK	199.9	448.0	834.1	217.8	193.6	809.9
FAVÖK Marjı	12.93%	17.11%	13.81%	18.59%	10.91%	12.19%
Net Kar	73.8	294.7	1,385.1	192.2	281.4	1,474.4
Net Kar Marjı	4.77%	11.25%	22.92%	16.40%	15.86%	22.19%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Net Borç Hesaplaması (mn TL)

31.03.2023

Nakit ve nakit benzerleri	583.3
Kısa vadeli finansal yatırımlar	116.1
Uzun vadeli finansal yatırımlar	36.1
Toplam	735.5
Kısa vadeli borçlanmalar	1,922.0
Uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli kısımları	139.5
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa vadeli yükümlülükler	17.0
Türev finansal yükümlülükler	9.1
Uzun vadeli borçlanmalar	362.4
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan uzun vadeli yükümlülükler	15.9
Toplam	2,466.3
Net borç	1,730.7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.'nin sermaye arttırımı yolu ile halka arzı için, Yapı kredi tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde;

- Çarpan Analizi
- İNA ("İndirgenmiş Nakit Akışı")

kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

Çarpan Analizi

Şirket Değeri hesaplamasında, yerli ve yabancı benzer şirket çarpanları kullanılmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketler yabancı şirketler için "Bloomberg" platformu, yerli şirketler için "Rasyonet" platformu kullanılmıştır. Şirket piyasa değerleri ve firma değerleri için 9.06.2023 kapanış değerleri dikkate alınmıştır. Şirket'in öz kaynak değeri hesaplanırken FD/FAVÖK ve F/K çarpan analizlerine eşit değer verilmiştir.

Yurt içi Benzer Şirketler FD/FAVÖK çarpan analizi

Hesaplama; 09.06.2023 itibarıyla şirketlerin firma değerleri 31.03.2023 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK verisi kullanılmıştır. Kaleseramik ile aynı veya benzer sektörlerde Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık şirket çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurt içi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Değerleri

	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK
AFYON ÇİMENTO	3,614	463	7.8
AKÇANSA	16,544	1,829	9.0
BATI ÇİMENTO	10,196	902	11.3
BATISÖKE ÇİMENTO	3,793	199	49.0
BİEN YAPI ÜRÜNLERİ	14,337	1,115	12.9
BURSA ÇİMENTO	8,722	1,606	5.4
ÇİMENTAŞ	5,216	643	8.1
ÇİMSA	16,523	1,413	11.7
EGE SERAMİK	2,288	232	9.9
GÖLTAŞ ÇİMENTO	3,399	627	5.4
İNTEMA	1,692	247	6.8
KALEKİM KİMYEVİ MADDELER	5,789	495	11.7
KONYA ÇİMENTO	16,870	283	59.7
KÜTAHYA PORSELEN	2,153	186	11.6
NUH ÇİMENTO	20,741	2,106	9.8
OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI	48,165	4,392	11.0
QUA GRANİT HAYAL YAPI	22,553	1,361	16.6
UŞAK SERAMİK	1,406	331	4.2
Medyan			10.4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Özsermaye Değeri

(mn TL)	
Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK	10.4
FAVÖK*	810
Şirket Değeri	8,441
Net Borç	1,731
Piyasa Değeri	6,710

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10.4x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre şirketin piyasa değeri 6,710mn TL hesaplanmaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK çarpan analizi

Hesaplama; 09.06.2023 itibarıyla şirketlerin firma değerleri, yurtdışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin firma değerlerinin 31.03.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünerek hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Değerleri

mn	Döviz Cinsi	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
GEBERIT AG-REG	CHF	17,947	909	19.8
MOHAWK INDUSTRIES INC.	USD	9,087	673	13.5
TOTO LTD	JPY	752,798	80,533	9.3
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	THB	20,596	2,403	8.6
SAUDI CERAMIC CO	SAR	3,633	287	12.7
VIGLACERA CORP JSC	VND	23,060,803	4,485,513	5.1
VICTORIA PLC	GBP	1,704	214	8.0
INTERNACIONAL DE CERAMIC-B	MXN	19,844	2,321	8.5
VILLEROY & BOCH AG-PREF	EUR	406	132	3.1
INROM CONSTRUCTION INDUSTRIE	ILS	1,954	236	8.3
ARWANA CITRAMULIA TBK PT	IDR	6,427,968	803,923	8.0
SOMANY CERAMICS LTD	INR	33,175	1,887	17.6
HAMAT GROUP LTD	ILS	1,124	213	5.3
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	AED	4,316	662	6.5
ORIENT BELL LTD	INR	7,630	472	16.2
UNION MOSAIC INDUSTRY PUB CO	THB	1,547	457	3.4
Medyan				8.6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Özsermaye Değeri

(mn TL)	
Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK	8.6x
FAVÖK*	810
Şirket Değeri	6,934
Net Borç	1,731
Piyasa Değeri	5,203

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 8.6x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre şirketin piyasa değeri 5,203 mn TL'dir.

Yurt içi Benzer Şirketler F/K çarpan analizi

Hesaplama; 09.06.2023 itibarıyla şirketlerin piyasa değerleri 31.03.2023 itibarıyla son 12 aylık döneme ait net kar verisi kullanılmıştır. Kaleseramik ile aynı veya benzer sektörlerde Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık şirket çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yurt içi Benzer Şirketlerin F/K Çarpan Değerleri

	Piyasa Değeri (mn TL)	Net Kar (mn TL)	F/K
AFYON ÇİMENTO	3,628	362	10.0
AKÇANSA	15,842	2,090	7.6
BATI ÇİMENTO	6,984	-373	
BATISÖKE ÇİMENTO	1,392	-699	
BIEN YAPI ÜRÜNLERİ	12,604	715	47.6
BURSA ÇİMENTO	9,165	1,327	6.9
ÇİMENTAŞ	5,314	970	5.5
ÇİMSA	15,427	3,559	4.3
EGE SERAMİK	2,138	255	8.4
GÖLTAŞ ÇİMENTO	2,623	682	3.8
İNTEMA	1,664	159	10.5
KALEKİM KİMYEVİ MADDELER	6,204	530	11.7
KONYA ÇİMENTO	16,569	122	135.8
KÜTAHYA PORSELEN	1,894	181	10.5
NUH ÇİMENTO	20,159	2,255	8.9
OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI	49,848	5,295	9.4
QUA GRANİT HAYAL YAPI	21,444	1,654	13.0
UŞAK SERAMİK	835	174	4.8
Medyan			10.0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Benzer Şirketlerin F/K Çarpanı ile Hesaplanan Özsermaye Değeri

(mn TL)	
Yerli Benzer Şirketler F/K	10.0
Net Kar	1,474
Piyasa Değeri	14,768

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanı medyanı 10.0x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre şirketin piyasa değeri 14,768mn TL hesaplanmaktadır.

Yurtdışı Benzer Şirketler F/K çarpan analizi

Hesaplama; 09.06.2023 itibarıyla şirketlerin piyasa değerleri 31.03.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Kar tutarlarına bölünerek hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketlerin F/K Çarpan Değerleri

	Döviz Cinsi	Piyasa Değeri (mn TL)	Net Kar (mn TL)	F/K
GEBERIT AG-REG	CHF	16,614	701	23.7
MOHAWK INDUSTRIES INC.	USD	6,083	716	8.5
TOTO LTD	JPY	743,811	38,943	19.1
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	THB	18,681	1,437	13.0
SAUDI CERAMIC CO	SAR	2,740	137	20.0
VIGLACERA CORP JSC	VND	19,748,043	1,219,015	16.2
VICTORIA PLC	GBP	638	38	16.8
INTERNACIONAL DE CERAMIC-B	MXN	12,006	870	13.8
VILLEROY & BOCH AG-PREF	EUR	426	71	6.0
INROM CONSTRUCTION INDUSTRIE	ILS	1,651	129	12.8
ARWANA CITRAMULIA TBK PT	IDR	6,556,162	550,938	11.9
SOMANY CERAMICS LTD	INR	28,600	715	40.0
HAMAT GROUP LTD	ILS	501	109	4.6
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	AED	2,656	320	8.3
ORIENT BELL LTD	INR	7,560	225	33.6
UNION MOSAIC INDUSTRY PUB CO	THB	1,079	116	9.3
Medyan				13.4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

(mn TL)	
Yabancı Benzer Şirketler F/K	13.4
Net Kar	1,474
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	19,780

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı benzer şirketlerin F/K çarpanı medyanı 13.4x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre şirketin piyasa değeri 19,780mn TL hesaplanmaktadır.

Çarpan Analizi Sonucu:

Piyasa Çarpanları Analizi Özet

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (mn TL)
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	5,957	50%	2,978
Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi	17,274	50%	8,637
Özkaynak Değeri			11,615

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verildiğinde şirketin hedef özkaynak değeri 11,615mn TL seviyesindedir.

İNA (“İndirgenmiş Nakit Akışı”)

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmış ve 2029 yılı FVÖK oranının korunacağı varsayılmıştır. Nihai dönem için hesaplanan işletme sermayesi ve yatırım değerleri kullanılmıştır.
- 2023 yılı için 9 aylık nakit akışı hesaplarken;
 - 2023 yılı ilk çeyreğe ait Net Satışlar, FVÖK, Vergi Sonrası Faaliyet Karı, Amortisman, Net İşletme Sermayesi Ve Yatırım Harcamaları tutarı 2023 yılı için projekte edilen tutarlardan düşülmüştür.
 - 2023 yılı için projekte edilen işletme sermayesi ve 2023 yıl sonu işletme sermayesi arasındaki fark işletme sermayesi değişimi olarak yansıtılmıştır. Negatif değer sebebi 2023 ilk çeyrek sonu itibarıyla şirket stoklarının beklenenden fazla artış göstermesidir. Yıl sonuna kadar satışları sayesinde stoklarını dengeye getirmesi planlanmaktadır.
 - 2023 yılı indirgeme faktörü 9 ay için hesaplanmıştır.
- Nakit akışlarına göre şirket değeri 31.03.2023 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır. Bir sonraki adımda yıllık AOSM'nin 2 aylık karşılığı ile (değerleme faktörü) ile çarpılarak 31.05.2023 tarihine güncellenmiştir.

(mn TL)	2023 Son 9 Ay	2024	2025	2026	2027	2028	2029 Nihai Dönem
Net Satışlar	7,092	14,870	20,906	24,166	26,536	28,924	31,528
Büyüme Oranı %		68	41.0%	16.0%	10.0%	9.0%	9.0%
FVÖK	924	2,140	3,590	4,207	4,601	5,015	5,466
FVÖK marjı %		14%	17%	17%	17%	17%	17%
(-) Vergi Ödemeleri	185	428	718	841	920	1,003	1,093
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	739	1,712	2,872	3,365	3,681	4,012	4,373
(+) Amortisman	98	253	380	476	556	643	737
(-) NİS'teki Artış	-209	1,100	1,134	606	438	443	482
(-) Yatırım Harcamaları	2,310	608	706	762	833	908	990
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-1,263	246	1,411	2,473	2,965	3,304	3,638
İndirgeme Oranı (AOSM)	14.3%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
İndirgenme Faktörü	114.3%	136.2%	162.2%	193.1%	230.0%	274.0%	326.3%
SNA'nın 31.03.2023 itibarıyla değeri	-1,105	181	870	1,281	1,289	1,206	1,115
SNA Toplamı	4,837						
Terminal Büyüme Oranı	5.0%						
Terminal AOSM	19.1%						
Terminal Değer (TD)	28,981						
TD'nin bugünkü değeri	8,882						
Firma Değeri	13,719						
Net Borç (31.03.2023)	1,731						
Özsermaye Değeri (31.03.2023)	11,988						
Değerleme Tarihi İtibarıyla Değerleme Faktörü	103%						
Özsermaye Değeri (31.05.2023)	12,343						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan özkaynak değeri 12,343mn TL'dir.

Sonuç

Yapıkedî tarafından yapılan çalışmada indirgenmiş nakit akışları yöntemi ve piyasa çarpan analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ağırlığı %50-%50 olarak belirlenirken her bir çarpan kendi içerisinde de eşit ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
İNA	12,343	50%	6,171
Piyasa Çarpan Analizi	11,615	50%	5,808
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			11,979

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

%50-%50 ağırlıklandırma ile şirketin ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri 11,979mn TL olarak hesaplanmaktadır. Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinde, %15.4 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 25.00 TL olarak belirlenmiştir.

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

	Öz Kaynak Değeri (TL)
Nominal Sermaye Tutarı	405
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	11,979
Halka Arz İskonto Oranı	15.4%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	10,135
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	25.00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Fiyat tespit raporunda açıklandığı üzere, çarpan Analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Piyasa çarpanları yönteminde baz alınan şirketlerde uç değerlerin çarpan analizine dahil edilmemesini makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz.
- Değerlemede çarpan analizine %50 ve İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, %15.4 halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 25.00TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Öte yandan, değerlendirilmede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlendirilmesi açısından önemli risk unsurları olarak sayabiliriz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 'nin ("Yapıkredi") eş lider aracı kurum olduğu Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Yapıkredi tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.