

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



6 Mayıs 2021

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi	3
3.2. Ortaklık Yapısı	4
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
4.1. Piyasa Çarpanları Analizi	4
4.1.1. Firma Değeri / FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri	5
4.1.2. Fiyat / Kazanç Çarpanına Göre Şirket Değeri	5
4.1.3. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Şirket Değeri	5
4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi	6
5. SONUÇ	6
6. GÖRÜŞ	7

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, Konsorsiyum lideri aracı kurum Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Kalekim" ya da "Şirket") paylarının halka arz kapsamında hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi:	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye :	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye:	115.000.000 TL
Halka Arz Tarihleri:	6-7 Mayıs 2021
Halka Arz Toplamı (Nominal):	30.000.000 TL (15.000.000 TL Sermaye Artırımı, 15.000.000 TL Ortak Satışı)
Ek Satış (Nominal)	4.500.000 TL
Halka Arz Fiyat Aralığı:	13,75 - 14,75 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	412.500.000 TL – 442.500.000 TL (Ek Satış Halinde: 474.375.000 TL – 508.875.000 TL)
Halka Açıklık oranı:	%26,09 (Ek Satış halinde: %30.00)
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket, seramik yapııştırıcıları 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.

3.1. Şirket Faaliyetleri Hakkında Bilgi

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

Şirket, 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/siva, 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.

3.2. Ortaklık Yapısı

Şirket'in sermaye ve ortaklık yapısında rapor tarihi itibarıyla bir değişiklik olmayıp, güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı		Halka Arz öncesi		Halka Arz Sonrası			
Ortağın Ticaret Unvanı	Pay Grubu*	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	A	220.000	0,22	220.000	0,19	220.000	0,19
	B	93.673.158	93,67	78.673.158	68,41	74.173.158	64,50
Dr. İbrahim Bodur							
Kaleseramik Eğitim Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı	B	4.395.688	4,40	4.395.688	3,82	4.395.688	3,82
Bodur Menkul İş Geliştirme Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B	1.310.093	1,31	1.310.093	1,14	1.310.093	1,14
Kalemaden Endüstriyel Hammaddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	B	47.087	0,05	47.087	0,04	47.087	0,04
Kale Holding A.Ş.	B	174	0,00	174	0,00	174	0,00
Diğer	B	353.800	0,35	353.800	0,31	353.800	0,31
Halka Açık	B	--	--	30.000.000	26,09	34.500.000	30,00
TOPLAM	A+B	100.000.000	100	115.000.000	100	115.000.000	100

*A grubu payların yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı vardır. Sekiz üyeden oluşan Yönetim Kurulu üyelerinden dördü A grubu paylar tarafından aday gösterilir. A grubu payların oy kullanımına ilişkin imtiyazı bulunmamaktadır.

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; Şirket faaliyetleri bakımından yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören faaliyetleri bakımından benzer olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu değerlendirilen şirketlerin;

- FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr),
- F/K (Fiyat / Kazanç) çarpanları kullanılmıştır.

Kalekim Verileri(TL)	Net Satışlar	FAVÖK	Net Kar	Net Nakit	Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller
31.12.2020	526.247.127	109.726.566	83.920.166	86.510.913	28.112.495

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu

4.1.1. Firma Değeri / FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri

TL	BİST Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
FD/FAVÖK (Medyan)	14,3x	13,2x	11,0x	11,9x
FAVÖK		109.726.566		
Firma Değeri	1.569.089.894	1.448.390.671	1.206.992.226	1.305.746.135
Net Nakit (+)		86.510.913		
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)		28.112.495		
2020 Kâr Payı Ödemesi (-)		12.500.000		
Kalekim 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	16,71 TL	15,51 TL	13,09 TL	14,08 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	%50	%25	%10	%15
Pay Başına Ağırlıklı Ortalama Değer		15,65 TL		

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu

4.1.2. Fiyat / Kazanç Çarpanına Göre Şirket Değeri

TL	BİST Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
F/K (Medyan)	19,7x	18,1x	20x	22,9x
Net Kâr		83.920.166		
Kalekim 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	16,53 TL	15,19 TL	16,78 TL	19,22 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	%50	%25	%10	%15
Pay Başına Ağırlıklı Ortalama Değer		16,62 TL		

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu

4.1.3. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Şirket Değeri

TL	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	

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- İndirgeme oranı olarak AOSM hesaplanırken;
 - Risksiz faiz oranı olarak TRT131130T14 ISIN kodlu 10 yıl vadeli hazine tahvilinin yılbaşından rapor tarihine kadar olan ortalama bileşik getirisi kullanılmıştır.
 - Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
 - Beta olarak, Şirket henüz borsada işlem görmediği için market betası olan 1 kullanılmıştır.
 - Borçlanma maliyeti 2021-2025 dönemi için %18 olarak kullanılırken, 2026-2030 dönemi için %17 olarak öngörülmüştür.
 - Vergi oranı olarak, 2021 yılı için %23, 2022 yılı için %21, 2023-2025 dönemi için %18 ve 2026-2030 dönemi için ise %20 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Şirket'in Uç Değer hesaplamalarında 2031 yılı sonrası için oluşacak nakit akımlarının değeri, 2030 yılında elde edeceği öngörülen FAVÖK değerinin çarpan analizinde hesaplanan çarpan değeri ile hesaplanmıştır. Uç değer'in hesaplandığı yıl olan 2030 itibarıyla büyüme potansiyelinin 2021'deki büyüme potansiyelinin altında olacağı değerlendirilmiş ve FD/FAVÖK çarpanı olan 13,34 değerine %20 iskonto uygulanmış ve uç değer FAVÖK çarpanı 10,67 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket değeri 1.879 mn TL'dir. Bu doğrultuda 100.000.000 TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 18,79 TL'dir.

5. SONUÇ

TL	Çarpan Analizi	İNA Analizi
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	16,14 TL	18,75 TL
Yöntemin Ağırlığı	75%	25%
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer	16,80 TL	
Halka Arz İskontosu	%18,2	%12,2
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payının Halka Arz Fiyatı	13,75 TL	14,75 TL

Kaynak: Kalekim Fiyat Tespit Raporu

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Kalekim'in pay başına değeri tespit edilirken Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan iki yöntemi ağırlıklandırarak hesaplanan pay başına değer 16,80 TL olarak bulunmuştur. Bulunan pay başına değerine %18,2 ve %12,2 halka arz iskontoaları uygulanarak sırasıyla taban fiyat 13,75 TL ve tavan fiyat 14,75 TL halka arz pay değerlerine ulaşılmıştır.

6. GÖRÜŞ

- Kalekim için Ak Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Çarpan Analizi Yöntemi için;
 - Analizde kullanılan benzer şirketlerin yeterli ve makul olduğu görüşünderiz.
 - Yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin farklı sektörlerde yer alması nedeniyle Şirket'in hasılatındaki payına göre ağırlıklandırılmasını olumlu buluyoruz.
 - Uç değerlerin hesaplama dışında tutulmasının ve ortalama olarak medyan değerin kullanılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Analizi Yöntemi için;
 - İNA analizinde, öngörülen nakit akımlarında kullanılan varsayımlara ilişkin açıklamaların yeterli ve makul olduğu görüşünde olmakla birlikte büyümeyi destekleyen unsurların hasılate ve dolaylı olarak işletme sermayesi üzerine etkilerine ilişkin detay paylaşımının daha makul olabileceği görüşünderiz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşünderiz.
- Uygulanan yöntemlerin değerlendirme üzerindeki ağırlıklarının çarpan analizi için %75 ve İNA analizi için %25 olarak uygulanmasını olumlu değerlendiriyoruz.

Piyasa Çarpanı Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre birim pay değerine uygulanan %18,2 ve %12,2'lik halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 13,75 TL ve 14,75 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşünderiz.