

KALESERAMİK ÇANAKKALE KALEBODUR SERAMİK SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

19 Temmuz 2023

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER		1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER		2
3 FİNANSAL BİLGİLER		3
4 DEĞERLEME		4
5 DEĞERLEME SONUCU		8
6 GÖRÜŞ		8



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	KLSE
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	405.388.195,51 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	514.778.660,51 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	109.390.465 TL Sermaye Artırımı
Halka Arz Satış Fiyatı	25,00 TL
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	20-21 Temmuz 2023
Halka Arz Büyüklüğü	2.734.761.625 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %79
	Yurt İçi Kurumsal: %20
	Yurt Dışı Kurumsal: %0
	Şirket Çalışanları/Çiftçi Yatırımcı: %1

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı/Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	315.205.880,62	77,75	315.205.880,62	61,23
Victory International AG	74.000.000,00	18,25	74.000.000,00	14,38
Hatice Zeynep Bodur Okyay	8.049.676,50	1,99	8.049.676,50	1,56
Dr. (H.C.) İbrahim Bodur Kaleseramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı	2.912.500,95	0,72	2.912.500,95	0,57
Kale Holding A.Ş.	75,00	0,00002	75,00	0,00001
Diğer	5.220.062,44	1,29	5.220.062,44	1,01
Halka Açık Kısım	-	-	109.390.465,00	21,25
GENEL TOPLAM	405.388.195,51	100,00	514.778.660,51	100,00

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Türkiye'nin ilk seramik karo üreticisi olan Çanakkale Seramik Fabrikaları A.Ş. 1957 yılında, ilk yer karosu üreticisi olan Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. ise 1972 yılında kuruldu.

Ana faaliyet konuları, seramik kaplama malzemeleri, seramik sağlık gereçleri, banyo tamamlayıcılar ve aksesuarlar, banyo akrilik ve kabin, banyo mobilyaları, mutfak tezgahı, mobilya, atölye kale sofa ve mutfak eşyaları üretimi, ithali, ihracı, satış ve pazarlamasını yürütmektedir.

Kaleseramik, mevcut durumda üretim faaliyetlerini Çanakkale, Balıkesir ve Yozgat lokasyonlarında yürütmektedir. Kaleseramik, ürünlerini yurtiçi pazarda perakende, yapı market ve kurumsal kanallar vasıtasıyla tüketicilerine ulaştırmaktadır. Bayii 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.

Çanakkale Seramik ve Kalebodur markaları ile üretimini sürdüren Kaleseramik, yılda 68 milyon metrekare üretim kapasitesi ile tek bir alanda üretim yapan dünyanın en büyük seramik kuruluşudur.

Kaleseramik, Anadolu'da 65 yıl önce sanayinin kuruluşuna öncülük eden bir şirket olarak, İstanbul Sanayi Odası tarafından açıklanan Türkiye'nin En Büyük 500 Sanayi Şirketi listesinde, bu yıl 180'inci sırada yer aldı. Kale Grubu çatısı altında faaliyet gösteren Türkiye seramik sektörünün lideri Kaleseramik, Avrupa'nın 5'nci, dünyanın 17'nci büyük seramik karo üreticisidir.

Türkiye seramik sektörünün kuruluşuna öncülük eden Kaleseramik; Çanakkale Seramik, Kalebodur, Kale Banyo ve İtalyan markaları Edilcuoghi ve Edilgres ile uluslararası seramik pazarının en önemli oyuncularından biridir. Yurt dışı pazarda ise faaliyet gösterilen 86 ülkede 164 farklı bayi ve muhtelif satış noktaları ile kanalı yönetmenin yanı sıra 150 farklı büyük projede yer almıştır.

Kaleseramik 1962 yılından itibaren sürdürdüğü ihracat faaliyetlerine, 86 ülkede 300'den fazla müşteri ile devam etmektedir. 2023 ilk çeyrekte, Şirket'in toplam cirosunun %19,6'sı, 2022 itibarıyla Şirket'in toplam cirosunun %33,8'ini oluşturan yurt dışı satışlarını artırmak ve globalde marka bilinirliği ile pazar payı kazanmak, Şirket'in öncelikli stratejileri arasında yer almaktadır.

Şirket, Çanakkale Seramik markasıyla ve Kalebodur jenerik markasıyla Türkiye'de sahip olduğu marka bilinirliğini, özellikle Türkiye hinterlandında olan ülkelere de taşımayı başarmış, İsrail, İngiltere, Pakistan, Irak, Kazakistan ve KKTC başta olmak üzere pazarda talep edilen bir konuma sahip olmuştur. Hedef olarak belirlenen ülkelerde ise Kaleseramik'in amacı sadece satış kanallarını genişleterek büyümek değil, marka bilinirliğini arttırarak son kullanıcıya kadar ulaşan tüketim döngüsüne daha fazla hakim olmaktır.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Kaleseramik Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.03.2023
VARLIKLAR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzeri	46.873.599	827.686.058	232.525.311	583.294.462
Finansal Yatırımlar	-	-	97.201.300	116.109.346
Ticari Alacaklar	456.198.394	718.188.340	1.119.685.366	1.518.865.817
Diğer Alacaklar	24.536.135	17.592.343	81.137.052	102.055.826
Stoklar	286.037.844	446.653.135	1.490.432.808	1.698.018.936
Peşin Ödenmiş Giderler	13.291.606	50.538.587	94.788.127	134.968.631
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.524.854	1.535.188	119.991.761	76.645.072
Diğer Dönen Varlıklar	1.646.283	21.287.950	92.549.376	47.213.803
Toplam Dönen Varlıklar	830.108.715	2.083.481.601	3.328.311.101	4.277.171.893
Finansal Yatırımlar	5.124.879	18.016.935	39.568.611	36.139.083
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1.381.993	3.283.872	6.389.445	7.388.208
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	16.681.755	26.237.390	125.006.563	122.724.128
Maddi Duran Varlıklar	383.576.764	448.903.425	885.422.504	1.013.180.390
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	42.900.431	50.496.852	72.881.466	82.340.365
Kullanım Hakkı Varlıkları	20.941.570	20.045.516	27.597.014	33.013.228
Peşin Ödenmiş Giderler	-	7.596.064	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	46.468.579	49.428.488	669.351.985	907.771.500
Diğer Duran Varlıklar	408.720	31.835	460.000	460.000
Toplam Duran Varlıklar	517.484.691	624.040.377	1.826.677.588	2.203.016.902
TOPLAM VARLIKLAR	1.347.593.406	2.707.521.978	5.154.988.689	6.480.188.795
Kısa Vadeli Borçlanmalar	188.405.631	793.523.045	1.103.750.203	1.922.047.187
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	154.130.969	158.071.814	104.831.860	156.464.173
Ticari Borçlar	371.403.599	711.420.769	1.154.940.463	1.377.142.812
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	7.476.382	10.187.939	28.964.656	298.520.974
Diğer Borçlar	2.060.935	1.471.796	2.400.249	42.905.225
Devlet Teşvik ve Yardımları	124.602	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	38.880.396	145.027.375	442.814.540	160.157.518
Kısa Vadeli Karşılıklar	44.172.466	70.704.974	103.509.383	53.121.548
Türev Finansal Yükümlülükler	9.199.823	30.539.369	15.008.318	9.414.350
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.734.613	3.020.928	6.858.711	10.441.375
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	817.589.416	1.923.968.009	2.963.078.383	4.030.215.162
Uzun Vadeli Borçlanmalar	305.617.900	232.774.032	231.959.903	378.327.707
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.843.530	6.100.409	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	55.585.114	80.390.656	256.015.699	252.610.273
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	363.046.544	319.265.097	487.975.602	630.937.980
Toplam Yükümlülükler	1.180.635.960	2.243.233.106	3.451.053.985	4.661.153.142
Ödenmiş Sermaye	405.388.196	405.388.196	405.388.196	405.388.196
Sermaye Düzeltme Farkları	45.060.719	45.060.719	45.060.719	45.060.719
Pay İhraç Primleri	107.300.000	107.300.000	107.300.000	107.300.000
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-434.042.652	-360.233.398	-77.631.197	1.266.106.610
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-37.764.319	-39.120.984	-149.440.183	-267.094.079
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-3.661.207	347.636	-27.559.251	-34.933.983
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.867.455	10.867.455	15.758.774	15.758.774
Net Dönem Kar veya Zararı	73.809.254	294.679.248	1.385.057.646	281.449.416
Toplam Özkaynaklar	166.957.446	464.288.872	1.703.934.704	1.819.035.653
TOPLAM KAYNAKLAR	1.347.593.406	2.707.521.978	5.154.988.689	6.480.188.795

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Kaleseramik Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar				
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	1.546.425.860	2.618.760.968	6.042.040.253	1.171.578.698	1.774.600.138
Satışların Maliyeti	-1.152.855.036	-1.832.309.557	-4.528.633.702	-791.608.471	-1.325.404.101
Brüt Kar	393.570.824	786.451.411	1.513.406.551	379.970.227	449.196.037
Genel Yönetim Giderleri	-76.179.710	-100.699.807	-188.211.340	-44.215.775	-123.688.492
Pazarlama Giderleri	-176.790.083	-298.202.001	-556.805.756	-131.500.569	-145.459.880
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-15.377.250	-16.535.836	-20.888.920	-6.246.427	-10.019.725
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	96.073.778	361.763.986	525.223.439	156.360.272	115.030.196
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-77.209.207	-254.939.896	-231.959.552	-89.706.144	-96.815.851
Faaliyet Karı	144.088.352	477.837.857	1.040.764.420	264.661.584	188.242.285
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (Net)	35.837.864	11.612.794	114.876.990	2.819.078	19.543.534
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından)	296.727	1.782.299	3.371.927	80.924	998.763
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları(Zararları) ve Değer Düşüklüğü	-3.242.911	-4.672.832	-31.229.089	4.752.426	902.387
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	176.980.032	486.560.118	1.127.784.248	272.314.012	209.686.969
Finansman Gelirleri	48.222.325	90.147.011	133.564.929	43.457.827	27.373.473
Finansman Giderleri	-180.364.651	-281.689.109	-456.233.116	-98.948.368	-120.830.892
Vergi Öncesi Kar	44.837.706	295.018.020	805.116.061	216.823.471	116.229.550
Dönem Vergi Gideri	0	0	-16.319.733	-58.526.164	-43.786.177
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	28.971.548	-338.772	596.261.318	33.857.949	209.006.043
Dönem Karı	73.809.254	294.679.248	1.385.057.646	192.155.256	281.449.416

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

Yapı Kredi Yatırım, Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.’nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde seramik kaplama malzemeleri, seramik sağlık gereçleri, banyo tamamlayıcıları ve aksesuarlar, banyo mobilyaları, mutfak tezgahı ve personelden mamul yaşam alanı mobilyaları, artisan karo ve sofra gereçleri ile inşaat ve yenileme pazarının çeşitli bileşenlerini üreten Şirket yerli ve yabancı benzer şirketlerle karşılaştırılmıştır. Yerli halka açık benzer şirket az sayıda bulunduğu ve ana sektör olarak inşaat sektörünün alt sektörlerinden olması sebebiyle çimento oyuncuları da örnek alınmıştır. Şirketin nihai değeri tespit edilirken indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi de kullanılmış olup, piyasa çarpanları ve İNA yöntemi %50-%50 olarak eşit şekilde ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket’in özkaynak değeri FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek piyasa çarpanları analizi sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket’in firma değeri yabancı FD/FAVÖK çarpanı ve yerli FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerinden 31.03.2023 tarihli net borç pozisyonu düşülerek iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan özkaynak değerine eşit ağırlık verilerek Şirket’in FD/FAVÖK çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 09.06.2023 kapanış itibarıyla Bloomberg terminalinden, yerli şirketler için 09.06.2023 kapanış itibarıyla Rasyonet

platformundan elde edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpan, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 31.03.2023 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 8,6x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şirket'in firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 5 – Kaleseramik Yurtdışı Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	
Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK	8,6x
FAVÖK (TL)	809.929.512
Şirket Değeri (TL)	6.933.804.520
Net Borç (TL)	1.730.710.526
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	5.203.093.994

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,4x hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şirket'in firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 6 – Kaleseramik Yurtiçi Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	
Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK	10,4x
FAVÖK (TL)	809.929.512
Şirket Değeri (TL)	8.440.915.504
Net Borç (TL)	1.730.710.526
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	6.710.204.978

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 7 – Kaleseramik FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri	
Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	5.203.093.994
Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	6.710.204.978
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	5.956.649.486

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Yabancı ve yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda **5.956.649.486 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Şirketin özkaynak değeri yabancı ve yerli benzer şirketlerin F/K çarpanları yöntemiyle ayrı ayrı hesaplanmış ve hesaplanan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek Şirket'in F/K çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 09.06.2023 kapanış itibarıyla Bloomberg platformundan, yerli şirketler için 09.06.2023 kapanış itibarıyla Rasyonet platformundan elde edilmiştir.

F/K çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin ilgili şirketlerin

31.03.2023 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Kar değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Yabancı benzer şirketlerin F/K çarpanı medyanı 13,4x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 8 – Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri

Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	
Yabancı Benzer Şirketler F/K	13,4x
Net Kar (TL)	1.474.351.806
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	19.779.974.412

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Yerli benzer şirketlerin F/K çarpanı medyanı 10,0x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre Şirket'in özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmaktadır.

Tablo 9 – Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri

Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri	
Yerli Benzer Şirketler F/K	10,0x
Net Kar (TL)	1.474.351.806
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	14.767.658.582

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10 – F/K Çarpan Analizine Göre Ortalama Özsermaye Değeri

F/K Çarpan analizine Göre Ortalama Özsermaye Değeri	
Yabancı Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	19.779.974.412
Yerli Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	14.767.658.582
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (TL)	17.273.816.497

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Yabancı ve yerli benzer şirketlerin F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek F/K çarpan analizi sonucunda **17.273.816.497 TL** özkaynak değeri ulaşılmıştır.

Her iki piyasa çarpanı yönteminden FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %50-%50 şeklinde eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu Şirket'in özkaynak değeri **11.615.232.992 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 11 – Piyasa Çarpanları Analizi Özet

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpan Yöntemi	5.956.649.486	%50	2.978.324.743
Benzer Şirketler F/K Çarpan Yöntemi	17.273.816.497	%50	8.636.908.249
Özkaynak Değeri (TL)			11.615.232.992

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Kaleseramik Çanakkale

Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İNA analizinde uygulanan varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- ✓ İNA'ya esas teşkil eden projeksiyonlar yatırım süresi dikkate alınarak ve şirketin 7 yıllık iş planı baz alınarak 2023-2029 periyodu için hazırlanmıştır.
- ✓ 2023 yılı mart ayı Merkez Bankası Piyasa Katılımcıları Anketi'nde cari yılsonu yıllık enflasyon oranı %37,72 olarak tahmin edilmiştir. Bu oran yıllık ortalama enflasyon oranı olarak çalışmada kullanılmıştır. Enflasyon oranının 2024 yılında %20'ye düşeceği ve ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak 2027 yılında %9'a düşeceği, izleyen yıllarda %9 seviyesinde devam edeceği varsayılmıştır.
- ✓ Şirket gelir projeksiyonları ürün grupları bazında Şirket tarafından paylaşılan iş planı baz alınarak hazırlanmıştır.
- ✓ Şirket'in hedefleri, sektör dinamikleri ve iş planı göz önünde bulundurularak Şirket'in seramik kaplama, sinterflex satış hacimleri beklentileri geçmiş yıllarla karşılaştırılmıştır ve projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- ✓ Frit, kompoze ve slab ürün grupları satış hacmi beklentileri Şirket'in yatırım planları doğrultusunda projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- ✓ Slab yatırımların yıllar içinde gerçekleştirilecek olup farklı üniteleri devreye girdikçe artacak hacimler projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- ✓ Seramik kaplama malzemeleri, sinterflex, seramik sağlık gereçleri ve banyo mobilyası 2023 yılı birim satış fiyatları için Şirket öngörülleri baz alınmış, izleyen yıllarda enflasyon oranında artış göstereceği öngörülmüştür.
- ✓ Seramik kaplama malzemeleri brüt kar marjı tahmini yapılırken, üretim sürecinin ana girdilerinden olan doğalgaz fiyatının 2023 yılında düşüşü göz önünde bulundurularak 2022 yılında %22,0 olan brüt kar marjının iyileşerek %25,3 civarına geleceği varsayılmıştır.
- ✓ Sinterflex, seramik sağlık gereçleri, banyo mobilyası, tamamlayıcı ürünler, frit ve diğer ürün gruplarında 2022 yılı brüt kar marjının korunacağı varsayılmıştır.
- ✓ Faaliyet giderleri projeksiyonları için 2023 yılında genel yönetim ve satış ve pazarlama giderlerinin ciro artış oranının %25 üzerinde artış göstereceği varsayılmıştır. İzleyen yıllarda genel yönetim giderlerinin enflasyon oranında, satış ve pazarlama giderlerinin satış büyümesi oranında artacağı varsayılmıştır.
- ✓ Araştırma ve geliştirme giderlerinin 2023 yılında enflasyon oranının %25 üzerinde artış göstereceği, izleyen yıllarda enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.
- ✓ Yurt dışı yatırımları, Şirket'in Ortadoğu ve Orta Asya'da kuracağı tamamen veya kısmen satın alacağı veya ortak olacağı yerel üretim tesisleri ile ilgili yatırımları içermektedir.
- ✓ 2023 yılından itibaren yapılacak yatırımların 10 yılda amortismanına tabi tutulacağı varsayılmıştır. Yapılan yatırımların yapıldığı yılda amortismanının yarısının yansıtacağı

varsayılmış, izleyen yıllarda 10 yıllık amortisman süresine göre amortisman ayrılmıştır.

- ✓ Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit olacağı varsayılmıştır.
- ✓ 2023 yılı risksiz getiri oranı, düşen tahvil getirilerinin etkisi hesaba katılmayarak %17,5 olarak alınmıştır.
- ✓ Türkiye hisse senedi risk primi 2023-2029 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- ✓ Şirket'in kaldıraç betası 1,0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur. Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %1,5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.

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. İndirgenmiş nakit akımları analizine göre şirketin özkaynak değeri **12.342.654.936 TL** olarak hesaplanmıştır.

5. Değerleme Sonucu

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında, piyasa çarpanları analizi kapsamında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile indirgenmiş nakit akımları metotları incelenmiş olup, nihai aşamada piyasa çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değer sırasıyla %50-%50 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 11.978.943.964 TL olup tespit edilen değere %15,4 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 25,00 TL olarak belirlenmiştir.**

Tablo 12 – Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri (TL)
Nominal Sermaye Tutarı	405.388.196
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	11.978.943.964
Halka Arz İskonto Oranı	%15,4
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	10.134.704.888
Halka Arz Hisse Başı Fiyatı	25,00

Kaynak: Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanların ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve piyasa çarpanlarında yurt içi ve yurt dışı benzer şirket ayrımı yapılarak değerın daha sağlıklı tespit edilmesine katkı sağladığı

görüştüğümüzdeyiz. Ayrıca piyasa çarpanları analizinde F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının birlikte ve eşit şekilde ağırlıklandırılmasının makul olduğu görüşündeyiz.

- ✓ Nihai değerin tespit edilmesi aşamasında piyasa çarpanları ve indirgenmiş Nakit Akımları'nın %50-%50 şeklinde ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Kaleseramik Çanakale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. için %15,4 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 25,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**



Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.