

KALESERAMİK, ÇANAKKALE KALEBODUR SERAMİK SANAYİ A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan

Varsayımlara İlişkin

Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

01 Ocak – 31 Aralık 2023

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin

29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.

26 Mayıs 2024

1. Rapor Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.'nin ("Kaleseramik" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar Kullanılan Yöntemler

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile birlikte Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Yapı Kredi Yatırım") tarafından 14.06.2023 tarihinde hazırlanan ve 17.07.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

a) 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.

I. Firma Değeri (FD) / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

Şirket'in firma değeri Yabancı FD / FAVÖK çarpanı ve Yerli FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2023 tarihli net borç pozisyonu düşülerek iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanı analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 9.06.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan, yerli şirketler için 9.06.2023 kapanış itibarıyla Rasyonet platformundan elde edilmiştir.

FD / FAVÖK çarpanı, 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 hesaplanmıştır. Bu çarpan değerine göre, Şirket'in firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 1: 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

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

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

Tablo 2: 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

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

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.

Tablo 3: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	TL	5.203.093.994
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	TL	6.710.204.978
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	TL	5.956.649.486

II. F / K Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri Yabancı F/K çarpanı ve Yerli F/K çarpanı yöntemi ile 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 9.06.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan, yerli şirketler için 9.06.2023 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 4: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

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

Tablo 5: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

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 değerine ulaşılmıştır.

Tablo 6: F/K Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak 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

İki yöntemden FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu Şirket'in özkaynak değeri **11.615.232.992 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 7: Piyasa Çarpanları Analizi Özet

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

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

- Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in İş Planı baz alınarak, yukarıda detayları anlatılan varsayımlar ışığında hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.
- 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 tutarlarından düşülmüştür.
- 2023 yılı için projekte edilen işletme sermayesi ve 2023 yıl sonu işletme sermayesi arasındaki fark işletme sermayesi değişimi olarak yansıtılmıştır. Negatif değerın 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 düşölerek özkaynak değeri hesaplanmıştır. Bir sonraki adımda yıllık AOSM'nin 2 aylık karşılığı ile (değerleme faktörü) ile çarpılarak 31.05.2023 tarihine güncellenmiştir.
- İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri **12.342.654.936 TL** olarak hesaplanmıştır.

3. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş 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.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi sonucunda bulunan özkaynak değerleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 8: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	12.342.654.936	50%	6.171.327.468
Piyasa Çarpan Analizi	11.615.232.992	50%	5.807.616.496
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			11.978.943.964

%50-%50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri **11.978.943.964 TL** olarak hesaplanmaktadır.

4. Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %15,4 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 25,00 TL olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 9: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

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 Oran	%15,4
Halka Arz İskontolu Piyasa Değerleri	10.134.704.888
Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	25,00

5. Sonuç ve Değerlendirme

17.07.2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu (FTR)'nda yer alan projeksiyon verileri TMS 29 standardının uygulanma kararı öncesinde hazırlandığından, Fiyat Tespit Raporunda enflasyon muhasebesi yöntemi uygulanmamıştır.

Şirket'in açıklamış olduğu 31.12.2023 tarihli finansalları ise TMS 29 Enflasyon muhasebesi ilkelerine göre düzenlenmiş olup, Yapı Kredi Yatırım'ın 17.07.2023 tarihinde yayımladığı 14.06.2023 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile TMS-29 uygulanmamış fiili sonuçlara göre özet gösterim aşağıda yer almaktadır.

(mio TL)	2023 12 Ay (Fiili) – TMS 29 uygulanmamış	2023 12 Ay (Tahmini) – TMS 29 uygulanmamış	Gerçekleşme Oranı %
Net Satışlar	7.419,5	8.866,8	%83,7
Satışların Maliyeti	5.546,5	6.369,9	%87,1
Brüt Kar	1.873,0	2.496,8	%75,0
Faaliyet Giderleri*	1.328,5	1.402,6	%94,7
Amortisman Düz.	132,8	122,0	%108,9
FAVÖK**	677,3	1.216,2	%55,7

* Faaliyet Giderleri = Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri + Genel Yönetim Giderleri + Ar-Ge Giderleri

** FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Amortisman Düzeltmesi

Fiyat tespit raporunda, yapılan İNA metodunda, esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri göz önüne alınmadığı için yukarıdaki tabloda da aynı şekilde bir analiz yapılmıştır. Ancak, şirket operasyonel karlılığının takibi için çoğu operasyonlarla ilgili olan bu kalemleri de göz önüne alarak iç ve dış raporlama yapmaktadır.

Bu şekilde bakıldığında, 2023 yılı FAVÖK rakamı 1.170,4 milyon TL ile FTR'daki varsayımların %96'sına ulaşmaktadır.

Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda (FTR) 2023 yılının tamamı için öngörülen hasılatın %84'üne ulaşılmıştır.

2023 yılında, Türkiye'nin seramik ihracatında yaşanan %38'lik gerileme ve iç piyasada yüksek faizlerin konut talebi üzerinde yarattığı baskı, net satışları ve azalan satış hacmi dolayısıyla brüt ve FAVÖK marjlarını etkileyen unsurlar olmuşlardır.

Saygılarımızla,

Denetimden Sorumlu Komite

Cengiz SOLAKOĞLU

Başkan

Fahri Okan BÖKE

Üye