



**KALEKİM KİMYEVİ MADDELER
SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

FİYAT TESPİT RAPORU

19 Nisan 2021

Rapor No: 2021/04.1

[Handwritten Signature]
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ANONİM ŞİRKETİ

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	2
YÖNETİCİ ÖZETİ	3
I. RAPORUN AMACI VE ETİK İLKELER	7
II. KALEKİM	10
Tarihçe	10
Hissedarlık Yapısı	11
Kalekim'e Genel Bakış	11
Özet Mali Tablolar	19
III. SEKTÖREL BİLGİLER	21
IV. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	25
V. KALEKİM'İN DEĞERLEMESİ	26
VI. SONUÇ	40
VII. EKLER	42
Ek 1: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri	42
Ek 2: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri	43
Ek 3: Sorumluluk Beyanı	44
Ek 4: Yetkinlik Beyanı	45
Ek 5: Lisans Belgeleri	46

KISALTMALAR

Bayi	Kalekim ürünlerini teşhir eden ve satışını gerçekleştiren, stoklarında bulunduran ve belirlenen satış şartlarına göre şirketten temin eden ve “yetkili satıcılık sözleşmesi” imzalanan satıcılar
D2C	Direct to Consumer – Doğrudan Tüketicieye
EFQM	Avrupa Kalite Yönetimi Vakfı (European Foundation for Quality Management)
Eur	Avrupa Birliği Para Birimi
GfK	GfK Turkey Danışmanlık ve Pazar Araştırma Hizmetleri A.Ş.
GTIP	Gümrük Tarife İstatistik Pozisyonu
ISO	Uluslararası Standartlar Teşkilatı
İMSAD	Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul/SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KALDER	Türkiye Kalite Derneği
Mardav	Mardav Yalıtım ve İnş. Mlz. San. ve Tic. A.Ş.
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
USD	Amerika Birleşik Devletleri Para Birimi
Tali Bayi	Grup şirketlerinin mamullerini dilediği miktarda yetkili satıcılardan alıp satan, teşhir eden satıcılar
TSE	Türk Standartları Enstitüsü
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu

YÖNETİCİ ÖZETİ

Değerleme çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi incelenmiştir.

a) Piyasa Çarpanları Analizi

a.1) Firma Değeri / FAVÖK Çarpan Analizi

Kalekim'in özsermaye değeri, Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Söz konusu çarpan analizinin ayrıntılı anlatımı, işbu raporun 25 numaralı sayfasında yer almaktadır.

Tablo I: Kalekim'in Değerinin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması

(aksi belirtilmedikçe, Türk Lirası)	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı (Medyan)	A	14,3x	13,2x	11,0x	11,9x
Kalekim'in FAVÖK'ü	B	109.726.566			
Kalekim'in Firma Değeri	$C = A \times B$	1.569.089.894	1.448.390.671	1.206.992.226	1.305.746.135
Kalekim'in Net Nakit Pozisyonu	D	86.510.913			
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	E	28.112.495			
2020 Kâr Payı Ödemesinin Düzeltmesi	F	12.500.000			
Kalekim'in Özsermaye Değeri	$G = C + D + E - F$	1.671.213.302	1.550.514.079	1.309.115.634	1.407.869.543
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi	H	100.000.000			
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	$I = G \div H$	16,71 TL	15,51 TL	13,09 TL	14,08 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	J	%50	%25	%10	%15
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	$K = \sum (I \times J)$	15,65 TL			

Yukarıdaki tablolardan yola çıkılarak, Kalekim'in 1 TL nominal değerli payı başına düşen değer, FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak 15,65 TL olarak hesaplanmaktadır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

a.2) Fiyat / Kazanç Çarpan Analizi

Kalekim'in özsermaye değeri, Fiyat / Kazanç çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Söz konusu çarpan analizinin ayrıntılı anlatımı, işbu raporun 25 numaralı sayfasında yer almaktadır.

Tablo II: Kalekim'in Değerinin Fiyat / Kazanç Çarpanı ile Hesaplanması

(aksi belirtilmedikçe, Türk Lirası)	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Şirketlerin F/K Çarpanı (Medyan)	A	19,7x	18,1x	20,0x	22,9x
Kalekim'in Net Kârı	B	83.920.166			
Kalekim'in Özsermaye Değeri	$C = A \times B$	1.653.227.270	1.518.955.005	1.678.403.320	1.921.771.801
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi	D	100.000.000			
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	$E = C \div D$	16,53 TL	15,19 TL	16,78 TL	19,22 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	F	%50	%25	%10	%15
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	$G = \sum (E \times F)$	16,62 TL			

Yukarıdaki tablolardan yola çıkılarak, Kalekim'in 1 TL nominal değerli payı başına düşen değer, Fiyat/Kazanç çarpanı kullanılarak **16,62 TL** olarak hesaplanmaktadır.

a.3) Çarpan Analizi Sonucu

Tablo III: Piyasa Çarpanları Analizinin Sonucu

(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 TL	

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

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Tablo IV: İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

Milyon TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
Satışların Değişimi	%38	%43	%22	%17	%15	%14	%11	%11	%11	%11	%11
Satışların Maliyeti	-321	-456	-559	-656	-756	-863	-960	-1.065	-1.182	-1.312	-1.457
Brüt Kâr	206	297	363	423	486	554	613	681	756	839	931
Brüt Kâr marjı	%39,1	%39,5	%39,4	%39,2	%39,1	%39,1	%39,0	%39,0	%39,0	%39,0	%39,0
Faaliyet Giderleri	-115	-161	-195	-227	-260	-295	-326	-360	-397	-441	-490
Faah. Gid. / Satışlar	%21,9	%21,4	%21,2	%21,0	%20,9	%20,8	%20,7	%20,6	%20,5	%20,5	%20,5
Faaliyet Kârı	91	137	168	196	226	259	288	321	359	398	442
Faaliyet Kârı marjı	%17,2	%18,1	%18,2	%18,2	%18,2	%18,3	%18,3	%18,4	%18,5	%18,5	%18,5
Amortisman Düz.	19	20	23	25	27	30	33	33	33	33	33
FAVÖK	110	157	191	221	253	289	321	354	392	431	475
FAVÖK marjı	%20,7	%20,8	%20,7	%20,5	%20,4	%20,4	%20,4	%20,3	%20,2	%20,0	%19,9
Vergi	-20	-31	-35	-35	-41	-47	-58	-64	-72	-80	-88
Yatırım Harcamaları	-32	-66	-63	-39	-42	-45	-33	-33	-33	-33	-33
Net İşl. Ser. Değ.	25	-4	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Serbest Nakit Akımları	83	56	90	146	169	195	227	254	284	315	350
Ser. Nak. Ak. / Satışlar	%15,9	%7,4	%9,8	%13,5	%13,6	%13,7	%14,4	%14,5	%14,6	%14,7	%14,7
AOSM		%19,7	%19,5	%19,7	%19,8	%19,9	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6
İndirgeme Oranı		1,0345	1,2364	1,4804	1,7734	2,1258	2,5422	3,0402	3,6357	4,3479	5,1996
İndirgenmiş Nakit Akımları		53,7	73,2	98,4	95,3	91,7	89,4	83,6	78,1	72,5	67,4
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı							803				

Tablo V: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	(milyon TL)	Hesaplama Formülü
İNA Toplamı	803	A
Uç Dönem FD / FAVÖK Oranı	10,67x	B
Kalekim'in 2030 Yılındaki FAVÖK Tahmini	475	C
Uç Değerin 2030'daki Değeri	5.065	D = B x C
2030 Yılı'nın Bugüne İndirgeme Oranı	5,1996	E
Uç Değerin Bugünkü Değeri	974	F = D ÷ E
Firma Değeri	1.777	G = A + F
Net Nakit Pozisyonu	86,5	H
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28,1	I
2020 Kâr Payı Ödemesinin Düzeltmesi	12,5	J
Özsermaye Değeri	1.879	K = G + H + I - J
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi	100	L
1 TL Nominal Bedelli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	18,79 TL	M = K ÷ L

Tablo VI: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinin Hassasiyet Tablosu

Özsermaye Değeri (milyon TL)		AOSM Değişimi (Yukarıdaki Baz Senaryoya Göre)				
		+2,0%	+1,0%	Aynı	-1,0%	-2,0%
Uç Dönem FD/FAVÖK Çarpanı	8,67	1.525	1.608	1.697	1.793	1.896
	9,67	1.604	1.692	1.788	1.891	2.003
	10,67	1.682	1.777	1.879	1.990	2.110
	11,67	1.761	1.861	1.971	2.089	2.216
	12,67	1.839	1.946	2.062	2.187	2.323

c) Değerleme Sonucu

Tablo VII: Kalekim'in 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Özsermaye Değeri

(TL)	Hesaplama Formülü	Çarpan Analizi	İNA Analizi
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	A	16,14 TL	18,79 TL
Yöntemin Ağırlığı	B	%75	%25
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	$C = \sum (A \times B)$	16,80 TL	

d) Halka Arz İskontosu

Tablo VIII: Halka Arz Fiyatının Tabanı ve Tavanına Göre İskonto Oranı Hesaplaması

(TL)	Hesaplama Formülü	Taban Fiyat	Tavan Fiyat
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payının Halka Arz Fiyatı	A	13,75 TL	14,75 TL
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	B	16,80 TL	
Halka Arz İskontosu	$C = 1 - A \div B$	%18,2	%12,2

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ANONİM ŞİRKETİ

I. RAPORUN AMACI VE ETİK İLKELER

19 Nisan 2021 tarihli bu rapor, Firuzköy Mah. Firuzköy Bulvarı No.188-1 Avcılar/İstanbul, Türkiye adresine mukim Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (‘Şirket’, ‘Kalekim’) ile Sabancı Center Kule: 2 Kat: 7 4. Levent Beşiktaş, İstanbul adresine mukim Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (‘Ak Yatırım’) arasında 4 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi ve 1 Nisan 2021 tarihinde imzalanmış olan Değerleme Hizmeti Sözleşmesi gereği, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu’nun III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları’na uygun olarak belirlenmesi amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde belirtilen esaslara uygun olarak hazırlanmıştır.

Şirket ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Ak Yatırım ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Ak Yatırım’ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

Etik İlkeler

Şirket’in işbu Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK’nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıda “Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar” başlığı altında belirtilen etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlanan 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporları, <https://www.kalekim.com> adresinde ilan edilmiş bulunan Şirket’e ait İzahname ve Şirket yönetiminin hazırlamış olduğu 10 yıllık projeksiyon dönemine ilişkin iş planı, GfK’nın 05.04.2021 tarihli sektör raporu, kamuya açık olan diğer kaynaklardan edinilen bilgiler ve Ak Yatırım’ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Ak Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Ak Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Ak Yatırım, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız

denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Ak Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir.

Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 40 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

Engin Yegül, çalışma hayatına 2000 yılında Demir Yatırım Araştırma Bölümü'nde Analist olarak başlamış ve çeşitli aracı kurumların Araştırma ve Kurumsal Finansman bölümlerinde görev almıştır. 2013 yılından beri Ak Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü olarak çalışan Engin Yegül, Kurumsal Finansman Bölümü faaliyetleri kapsamında pay halka arzları, özel sektör borçlanma aracı ihraçları, şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme projelerinde aktif olarak görev almaktadır. Lisans öğrenimini Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nde İnşaat Mühendisliği alanında ve Yüksek Lisans öğrenimini Virginia Tech'te Finans alanında tamamlayan Engin Yegül, SPK Düzey 3 ve Türev lisanslarına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisansı, sicil no: 202350; SPL Türev Lisansı, sicil no: 300695).

Ferizan Kızıl kariyerine 2007 yılında KPMG Bağımsız Denetim Bölümünde Denetçi olarak başlamıştır. 2008-2010 yılları arasında KPMG Kurumsal Finansman Bölümü bünyesinde birçok şirket değerleme projesinde görev almıştır. Ferizan Kızıl, 2010 yılından bu yana, Ak Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda, halka arz, özel sektör borçlanma aracı ihracı ve şirket satın alma ve birleşme projelerinde görev almaktadır. Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nde lisans öğrenimini Ekonomi alanında tamamlayan Ferizan Kızıl SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 206953).

Duygu Haker Şen çalışma hayatına 2007 yılında Ata Holding'de Yardımcı Danışman olarak başlamıştır. 2009-2012 yılları arasında ise Ata Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli şirket birleşme ve devralma projelerinde görev almıştır. 2012 yılından bu yana da Ak Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde halka arz, şirket birleşme ve devralma ile borçlanma aracı ihracı projelerinde görev almaktadır. Sabancı Üniversitesi'nden Biyomühendislik alanında lisans derecesi ile Boğaziçi Üniversitesi'nden Ekonomi ve Finans alanında yüksek lisans derecesine sahiptir. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 204467).

Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler; Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından hazırlanan 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporları, <https://www.kalekim.com> adresinde ilan edilmiş bulunan Şirket'e ait izahname, Şirket Yönetim Sunumları ve Şirket Yönetimi'nin 10 yıllık tahmini döneme ilişkin iş planı GfK'nın 05.04.2021 tarihli sektör raporu, kamuya açık olan diğer kaynaklardan edinilen bilgiler ve Ak Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır. Bu raporda kullanılan istatistiksel veriler ise ilgili kurum ve kuruluşların internet sayfalarından edinilmiştir. Türkiye ve Dünya yapı kimyasallarına ilişkin istatistikler, <https://www.imsad.org> adresli internet sayfasından elde edilmiştir.

Bu raporda, çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler için ilgili şirketlerin internet sayfaları, diğer kamuya açık ilgili kaynaklar ve Capital IQ adlı veri platformu kullanılmıştır.

Şirket hakkında analiz yapmak isteyen yatırımcıların Kalekim'e ait olan ve KAP'ta ilan edilmiş bulunan tüm finansal tabloları, finansal tabloların dipnotlarını ve bağımsız denetçi raporlarını ve yine KAP'ta

ilan edilmiş bulunan ve Şirket'in faaliyetleri ile finansal durumu hakkında kapsamlı bilgi ve görüş içeren izahnameyi ayrıntılı bir şekilde incelemeleri gerekmektedir.

Ak Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Ak Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışılagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışılagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.


AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ANONİM ŞİRKETİ

II. KALEKİM

Tarihçe

- 1973 Şirket, İstanbul'da kuruldu.
- 1998 Isparta fabrikası kuruldu.
- 1998 ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi belgesi alındı.
- 1999 Silikonatex ürünü Yapı Kataloğu tarafından verilen sektörel bir ödül olan Özendirme Ödülü'ne layık görüldü.
- 2001 Mersin fabrikası kuruldu.
- 2001 Kalekim Usta Kulübü kuruldu.
- 2002 Kale Grubu'nun sıva ve boya sektöründeki kuruluşu Kaleterasit Sıva Sanayi Anonim Şirketi ile birleşme gerçekleşti. Bu birleşmeden sonra Kaleterasit markalı hazır renkli sıvalar ile iç ve dış cephe boya markası Kalecolor, Şirket ürün gamına katıldı.
- 2004 Dow Chemical, Mardav ve Kalekim işbirliği ile Mavi Kale - Blue' Safe Markası oluşturuldu.
- 2007 Yozgat fabrikası kuruldu.
- 2007 OHSAS 18001 İş Sağlığı ve Güvenliği belgesi alındı.
- 2007 ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi belgesi alındı.
- 2009 OOO Kalekim unvanlı şirket altında yurtdışındaki ilk fabrika Rusya'da kuruldu.
- 2010 Kalekim Ar-Ge çalışmaları genişletilerek Uygulamalı Araştırma Laboratuvarı kuruldu.
- 2010 ISO 10002 Müşteri Memnuniyeti Yönetim Sistemi belgesi alındı.
- 2010 Ticaret Bakanlığı tarafından Turquality Destek Programı kapsamına alındı.
- 2012 Şirket, Betonart ürünü Raf Yapı Malzemesi Ödülü'ne layık görüldü.
- 2013 Erzurum ve Mardin fabrikaları kuruldu.
- 2013 Kurumsal Risk Yönetim Sistemi uygulamaya alındı.
- 2014 Kalekim Müşteri Şikayetleri Yönetimi, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın düzenlediği 'Verimlilik Proje Ödülleri'nde 'Teşvik Ödülü'ne layık görüldü.
- 2014 Rusya fabrikada üretim faaliyeti sonlandırıldı
- 2016 Garantili Usta Sistemi Game Changers Etki Ödülü'ne layık görüldü.
- 2016 Arterrete ürünü Raf Yapı Malzemesi Ödülü'ne layık görüldü.
- 2016 Kenya'da Lisanslı üretim tesisi devreye alınarak üretime başlandı.
- 2016 Kalekim, Aon Hewitt tarafından yapılan Best Employers araştırmasında En İyi İş Yeri Ödülü'ne layık görüldü.
- 2017 Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından, Kalekim Ar-Ge Merkezi olarak tescillendi.
- 2018 Balıkesir fabrikası üretime başladı.
- 2018 Bi'Boya Marka dönüşümü gerçekleşti. biboya.com.tr e-ticaret sitesi hayata geçti
- 2018 Şirket, Aon Hewitt tarafından yapılan Best Employers araştırmasında ikinci kez En İyi İş Yeri Ödülü'ne layık görüldü.
- 2019 KALDER tarafından EFQM Türkiye Mükemmellik Ödülü verildi. Türkiye Mükemmellik Ödülü ile en iyi performans gösteren ve stratejiyi eyleme dönüştürerek üstün başarı gösteren kuruluşlardan biri olduğunu belgeledi.

- 2019** Şirket'in yurtdışındaki ikinci fabrikası Arnavutluk'ta kuruldu.
- 2019** Şirket, Düşük Karbon Kahramanı Ödülüne layık görüldü.
- 2019** Şirket, Kincentric tarafından yapılan Best Employers araştırmasında üçüncü kez En İyi İş Yeri Ödülü'ne layık görüldü.
- 2020** Altın Çekül Uluslararası Yapı Kataloğu Ödüllerinde "Bi'Boya Fresh Comfort" ürünü ile Fikir kategorisinde Tüzel Fikir Ödülü'ne ve Biboya.com.tr Lansman Kampanyası" ile Pazarlama kategorisinde En İyi Tanıtım Projesi Ödülü'ne layık görüldü
- 2020** ISO 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi geçişi tamamlandı.
- 2020** TSE Covid-19 Güvenli Üretim Belgesi alındı.
- 2020** Isparta, Yozgat, Mersin, Balıkesir, İstanbul, Mardin ve Erzurum fabrikaları Çevre Bakanlığı'nın Sıfır Atık Projesi kapsamında hayata geçirdiği uygulamalarıyla, sorumlu üretim anlayışı neticesinde "Sıfır Atık Belgesi" alındı.

Hissedarlık Yapısı

Kalekim'in doğrudan ana hissedarları %93,89 payla H.İbrahim Bodur Holding A.Ş.'dir. H. İbrahim Bodur Holding A.Ş. kurulduğu 1971 yılından bu yana, olanaklarını iştirak ettiği şirketlerle birleştirerek, bu şirketlere sermaye ve finansal destek sağlamakta, Kale Grubu bünyesinde yeni şirketler, yeni tesisler kurarak ülke kalkınmasına katkıda bulunmayı sürdürmektedir.

Kalekim'in detaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 1: Kalekim Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası			
			Ek Satış Olmazsa		Ek Satış Olursa	
	TL	%	TL	%	TL	%
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	93.893.158	94	78.893.158	69	74.393.158,0	64,6897
Dr. İbrahim Bodur KaleSeramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı	4.395.688	4	4.395.688	4	4.395.688,0	3,8223
Bodur Menkul İş Geliştirme San. ve Tic. A.Ş.	1.310.093	1	1.310.093	1	1.310.093,0	1,1392
Kalemaden Endüstriyel Hammaddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	47.087	0,0471	47.087	0	47.087,0	0,0409
Kale Holding A.Ş.	174	0,0002	174	0	174,0	0,0002
Diğer	353.800	0,3538	353.800	0	353.800,0	0,3077
Halka Açık	0	0	30.000.000	26,09	34.500.000,0	30,00
Toplam	100.000.000	100	115.000.000	100	115.000.000	100

Kalekim'e Genel Bakış

Şirket, seramik yapııştırıcıları ve derz dolguları üretimiyle 1973 yılında başladığı faaliyetlerine halen, inşaat sektörünün çeşitli yapı kimyasallarını üretmek 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 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.

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 bantları 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 işbirliği 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.

Şirket'in 2018-2020 dönemine ait ürün grubu bazında satışları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

Tablo 2: Ürün Gruplarına Göre Satış Dağılımı

Net Satışlar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Ürünler	346.018.236	381.006.983	525.586.482
Seramik Uygulamaları	261.367.109	285.698.360	387.129.627
Su Yalıtım	23.396.132	31.061.697	39.058.495
Boya - Sıva	28.557.596	39.693.284	73.732.061
Diğer ¹	32.697.398	24.553.642	25.666.299
İsim Hakkı Gelirleri	368.263	475.216	660.645
- Seramik Uygulamaları	368.263	475.216	660.645
TOPLAM	346.386.499	381.482.199	526.247.127

Kaynak: Kalekim

Şirket'in net satışları içerisinde en yüksek paya seramik uygulamaları ürün grubu sahiptir. Şirket'in büyüme hedefi olan su yalıtımı, boya – sıva uygulamaları seneler bazında toplam pay içerisinde artış göstermektedir.

Üretim

31.12.2020 itibari ile Şirket'in kuru harç üretim kapasitesi 930.150 ton, boya/sıva tesisinin kapasitesi ise 50.000 tondur. Şirket'in yurtiçinde İstanbul, Balıkesir, Isparta, Yozgat/Yerköy, Mardin, Erzurum ve Mersin'de, yurtdışında ise Arnavutluk Tiran'da üretim tesisleri bulunmaktadır. Aşağıda yer alan tabloda; Kalekim'in fabrikalarına ve yıllık kapasitelere yer verilmektedir.

Tablo 3: Fabrikalar ve Yıllık Kapasite Bilgileri

Fabrika Adı	Fabrika Görseli	Fabrika Kuruluş Tarihi	Kapasite ² (Ton)	2020 Yılı Üretim Miktarı (Ton)
İstanbul Kuru Harç		1994	204.750	94.664
Isparta Kuru Harç		1998	105.300	70.699
Mersin Kuru Harç		2001	156.000	108.567
Yozgat Yerköy Kuru Harç		2007	128.700	54.981

¹ Isı yalıtımı ve diğer muhtelif satışlardan oluşmaktadır.

² *Kapasite 31.12.2020 itibari ile ve çift vardiya üzerinden hesaplanmıştır.

Erzurum Kuru Harç		2013	89.700	52.757
Mardin Kuru Harç		2013	89.700	56.360
Balıkesir Kuru Harç		2018	128.700	71.104
Balıkesir Boya/Sıva		2018	50.000	16.352
Tiran Kuru Harç		2019	27.300	638

Aşağıdaki tabloda fabrika bazında konsolide satış gelirleri paylaşılmıştır:

Tablo 4: Fabrikalara göre Satış Dağılımı

Fabrika Adı (TL)	31.12.2018	%	31.12.2019	%	31.12.2020	%
Mersin - Kuru Harç	52.426.543	15	70.884.597	19	105.384.565	20
Balıkesir - Boya/Sıva	38.343.029	11	53.756.336	14	89.090.947	17
İstanbul - Kuru Harç	96.471.295	28	81.683.632	21	89.002.764	17
Isparta - Kuru Harç	66.790.627	19	54.645.141	14	61.397.056	12
Balıkesir - Kuru Harç	0	0	26.479.118	7	57.065.672	11
Mardin - Kuru Harç	24.889.489	7	34.042.155	9	48.704.385	9
Erzurum - Kuru Harç	29.732.589	9	29.870.886	8	39.348.717	7
Yozgat - Kuru Harç	37.732.927	11	29.977.600	8	35.233.444	7
Kalekim Neon SHA (Arnavutluk)	0	0	142.735	0	1.019.578	0
Toplam	346.386.499	100	381.482.199	100	526.247.127	100

Kaynak: Kalekim

İhracat

Kalekim 1999 yılından itibaren sürdürdüğü ihracat faaliyetlerine, 80'den fazla ülkede devam etmektedir. Şirket toplam cirosunun 2020 itibarıyla %28,7'sini oluşturan yurtdışı satışlarını artırmak, Şirket'in öncelikli stratejileri arasında yer almaktadır. TÜİK verilerine göre seramik uygulamaları ve boya iş kollarında Şirket, Türkiye ihracatının %27'sini gerçekleştirmektedir. İhracat yapılan ülkelerde iş modeli

güvenilir distribütörler ile uzun dönemli işbirlikleri kurmak ve satış kanallarını bu işbirliği ile güçlendirilmek üzerine oluşturulmuştur.

Tablo 5: Kalekim'in İhracat Payı

Ürün Grubu	2020 İhracat Tutarı (bin USD)		Kalekim İhracat Pazar Payı
	Türkiye****	Kalekim	
Çimento Esaslı Fayans Seramik Ve Döşeme Plağı İçin Yapıştırıcılar*	27.913,80	14.126,74	50,6%
Yapı Son Kat Boyaları (Su Bazlı)** + Dış Cepheler İçin Sentetik Emülsiyon Esaslı Hazır Sıva***	34.087,89	2.643,83	%7,8
Toplam	62.001,69	16.770,57	%27,0

* GTIP Kodu: 32149000011

** GTIP Kodu: 32091000011

*** GTIP Kodu: 32149000012

**** Kaynak: <https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/disticaret.zul?param1=25¶m2=4&sitcrev=0&isicrev=0&sayac=5802>

Şirket, Kalekim markasıyla Türkiye'de sahip olduğu marka bilinirliğini, özellikle Türkiye hinterlandında olan ülkelere de taşımayı başarmış, Irak, İran, Gürcistan ve Türk Cumhuriyetleri başta olmak üzere pazarda talep edilen bir konuma sahip olmuştur. Hedef olarak belirlenen ülkelerde ise Kalekim'in amacı sadece satış kanallarını genişleterek büyümek değil, son kullanıcıya kadar ulaşarak tüketim döngüsüne daha fazla hâkim olmaktır.

Şirket'in yurtdışında büyüme stratejisi, pazar potansiyelinin ve Şirket'in rekabet gücünün yüksek olduğu ülkelerde "yerelleşme" modelini hayata geçirmektir. Bu doğrultuda, Şirket söz konusu ülke ya da bölgede ihracat yapmanın getirdiği lojistik dezavantajları ortadan kaldırarak, yerinde üretim yapma ve müşteri kitlesine yönelik pazarlama aksiyonları gerçekleştirme hedefiyle hareket etmektedir.

Kalekim, yerinde üretim modelinde, finansal olarak güçlü ve piyasaya hâkim bir ortak ile üretim yatırımı yapmayı tercih etmektedir. Bu şekilde, ürün konsantresi Şirket tarafından üretilmek şartıyla, yerel hammaddeler kullanılarak üretim yapılmakta, bu sayede kaliteden ödün vermeksizin maliyet ve lojistik avantajı kazanılmaktadır.

Pazara hızlı uyum sağlamak ve hızlı aksiyon alabilmek için stok ve dağıtım amacıyla Rusya ve Fransa'da lojistik depolar kurulmuş olup, bu ülkelerde satış personelleri istihdam edilmektedir. Irak'ta da satış personeli istihdam edilmekte olup, sevkiyat Mardin'de yer alan fabrikadan yapılmaktadır.

2020 yılı 12 aylık verilere göre Şirket'in ihracat tutarı, Türkiye'den ilgili 3 GTIP kodundan³ yapılan ihracatın, hedef ülkeler olan Tanzanya'da %80'ini, Kenya'da %73'ünü, Arnavutluk'ta %64'ünü, Irak'ta %41'ini, Romanya'da %41'ini,, Cezayir'de %43'ünü, Rusya'da %24'ünü, KKTC'de %22'sini, Fransa'da %17'sini, Gürcistan'da %6'sını oluşturmaktadır.

Müşteriler ve Satış Kanalları

Kalekim'in temel müşteri grupları, her grubun kendi içinde kırılımlarıyla beraber, ağırlık sıralamasına göre usta, müteahhit / inşaatçı, uygulayıcı taşeron, bayi ve nihai müşteridir. 2018 yılında hayata geçirilen www.biboya.com.tr dijital satış kanalı ile birlikte nihai tüketicinin müşteri grupları içerisinde ağırlığı artmaya başlamıştır.

³ Şirket'in Türkiye'nin ihracatı içindeki payları, TÜİK tarafından açıklanan, Kalekim markalı seramik uygulamaları ürünleri için 32149000011 GTIP kodlu, Kale ve BiBoya markalı inşaat boyaları için 32091000011 ve 32149000012 GTIP kodlarına sahip Türkiye ihracat tutarları baz alınarak hesaplanmaktadır.

Tanımlanan hedef müşterilere, dağıtım kanalları, yapı marketler ve e-ticaret sitesiyle ulaşılmaktadır. Kalekim yurtiçi ve yurtdışında ana bayi ve tali bayi yapılanmasıyla ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir. Kalekim ürünleri, yurt içinde toplam 251 bayi, yurtdışında ise 117 bayi aracılığı ile tüketicileriyle buluşmaktadır.

Bi'Boya markasının hayata geçirilmesiyle 2018 yılında açılan www.biboya.com.tr e -ticaret sitesiyle, D2C iş modeliyle üreticiden doğrudan tüketiciye satış gerçekleştirilmektedir. biboya.com.tr, uzun bir araştırma ve geliştirme sürecinin ürünü olarak faaliyete alınmış, mekan boyama sürecindeki renk seçiminden, usta bulmaya, tüm geleneksel boyama alışkanlıklarının sebep olduğu zorlukları ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır.

Tedarik Zinciri ve Lojistik Yönetimi

Kuru harç üretiminde kullanılan ana girdiler; ithal tedarik edilen metil selüloz ve toz polimer ile yurtiçinden tedarik edilen çimento, dolgu malzemeleri ve ambalaj malzemeleridir. Kuru harç üretiminde kullanılan girdi maliyetlerinin %60'ı döviz bazlıdır (% 5 USD , % 55 EUR).

Balıkesir boya/sıva tesisinde üretilen ürünlerin ana girdileri; ithal tedarik edilen titandioksit, hidroksietilselüloz ile yurtiçinden tedarik edilen sıvı polimerler, dolgu malzemeleri ve plastik ambalajlardır. Balıkesir boya/sıva ürünler üretiminde kullanılan hammadde maliyetlerinin %90'ı döviz bazlıdır (% 45 USD , % 45 EUR).

İthal hammadde tedarikleri Avrupa ve Uzakdoğu menşeli üreticilerden sağlanmaktadır.

Şirket'in kuru harç işletmelerinin ortalama 205 km. sevk hinterlandı bulunmaktadır, bu işletmelerin lojistik hizmetleri yerel ve ulusal tedarikçilerden sağlanmaktadır.

Şirketin Balıkesir Boya/Sıva işletmesinde parsiyel lojistik hizmetlerini Dinçer Lojistik A.Ş., FTL (Tam kamyon yükleme) sevkiyatlarının lojistik hizmetleri Ceva Lojistik Ltd. Şti.'den sağlanmaktadır.

Şirket, İstanbul kuru harç, Balıkesir kuru harç ve boya/sıva işletmelerinin depo yönetim hizmetini Borusan Lojistik A.Ş.'den tedarik etmektedir. Diğer işletmelerin depo yönetimi ise Şirket'in kendi kaynakları ile yapılmaktadır.

Şirket, talep ve tedarik planlama süreçlerini satış ve operasyon planlama yapılanması ile birlikte sürdürmeyi planlamaktadır. 2020 yılında satış ve operasyon planlamaya ait organizasyonel değişiklik tamamlanmış olup, SAP IBP (Integrated Business Planning – Entegre İş Planlama) modülünün 2021 yılında devreye alınması hedeflenmektedir. Bu modülle birlikte satış, pazarlama, finans ve operasyon birimleri tek bir platform üzerinde oluşturulan satış tahminleri üzerinde uzlaşıp, talep ve tedarik planlamasını aylık rutin toplantılar ile yürütecektir.

AR-GE Çalışmaları

Kalekim Ar-Ge ekibi 27 kişilik bir kadroya sahip olup, ekipte; 2 doktora, 7 yüksek lisans, 11 lisans, 5 önlisans mezunu araştırmacı ve teknisyene ek olarak ürünlerin uygulama özellikleri konusunda ekibi yönlendiren 2 adet uygulama ustası çalışmaktadır.

Kalekim Ar-Ge ekibi bünyesinde; çimento, reçine, polimer dispersiyonu gibi kimyasal yapıları içinde barındıran; seramik uygulamaları, su izolasyon, ısı izolasyon, zemin sistemleri, boya, sıva, tamir harçları, yüzey hazırlık malzemeleri gibi çok çeşitli ürün gruplarını içeren, ürün gamının tüm geliştirme ve iyileştirme faaliyeti yürütülmektedir.

Ürün geliştirme laboratuvarlarında ürün gruplarının Avrupa normlarına uygun olarak tüm testleri yapılabilmekte, üretim yapılan coğrafya neresi olursa olsun bulunduğu bölgedeki hammaddeler ile her

bölge için bölgenin özelliklerine uygun yüksek kalitede ürünler geliştirilmektedir. Farklı mevsimsel koşulları ve hızlandırılmış iklimlendirme şartlarını simüle eden sıcaklık, nem, hava hızı (rüzgar) ve gün ışığı simülasyonlu özel kabinlerde uygulama ve performans testleri yapılabilmektedir. Yeni bir ürün grubuna girildiğinde, bu ürün grubuna ilişkin tüm yeni test metodları, laboratuvar kapsamına alınmaktadır.

Kalekim’de Ar-Ge yapısını, sadece performans analizine dayalı Ar-Ge’den performans ile birlikte, fiziksel ve kimyasal çözümlenmeye dayalı hale döndürmek vizyonu ile kurulan Uygulamalı Araştırma Laboratuvarı teknolojik cihazlarla donatılmıştır. Kalekim Uygulamalı Araştırma Laboratuvarı, Ürün Geliştirme Laboratuvarlarından ayrı bir ekipman alt yapısına sahiptir. Bu laboratuvar bünyesinde devlet destekli projeler (Santez, Teydeb vb.) yürütülmekte ve bu projelere yönelik tüm fiziksel/kimyasal yapı analizleri gerçekleştirilmektedir.

Pazarlama ve İletişim

Kalekim’de iletişim faaliyetleri yurtiçi ve yurtdışı müşterileri kapsamak üzere dijital ve geleneksel kanallar üzerinden yürütülmektedir. Dijital kanallar olarak web siteleri, uygulamalar ve sosyal medya mecralarını kapsamaktadır. Söz konusu kanallara uygun yıllık iletişim planları, içerik yönetimi ve metrikleriyle, reklam aktivitelerini içermektedir. Dijital kanallardaki trafik ve reklam performansı kendilerine özel periyotlarda ve bütçeleriyle takip edilmekte, raporlanmakta, gereken aksiyonlar (içerikte ve görselde, bütçe planlamasında revizeler) alınmaktadır.

Dijital olmayan iletişim kanalları ise ATL (Above the line; Televizyon - radyo gibi görsel /işitsel medya) - BTL (Below the line: Görünürlüğe doğrudan komisyon ödenmeyen satış noktası, fuar, promosyon gibi) reklam çalışmaları ile halkla ilişkiler çalışmalarını kapsamaktadır.

2001 yılında kurulan Kalekim Usta Kulübü, bugün 45 bine yakın üye seramik ve boya ustasını destekleyici faaliyetlerine devam etmektedir. Bu çatı altında, Türkiye’nin tüm il ve ilçe merkezlerinde seminerler veren Kalekim, bu seminerlerde ustalara ürün ve uygulamalar, hizmetler ve yenilikler hakkında bilgi vermenin yanı sıra, sunduğu sadakat programıyla da iş yapma olanaklarını geliştirmelerine yardımcı olmaktadır. Mesleki Yeterlilik Belgesine sahip olmayan ustalar için KSV İktisadi İşletmesi tarafından yapılan ve Kalekim tarafından organize edilen MYK Mesleki Yeterlilik Belgesi sınavlarıyla belgelendirme sürecine destek olunmaktadır.

Kalekim 2014 yılında dünyada bir ilk olan Garantili Usta Sistemi’ni hayata geçirmiştir. Garantili Usta Sistemi, müşterilerin aldığı seramik uygulama hizmetine işçilik ve malzeme olmak üzere iki aylık olarak garanti hizmeti sağlamaktadır.

Bi’Boya e-ticaret sitesiyle hayata geçen Bi’Usta uygulaması ustalarla müşterileri buluşturmaktadır. Dijital platform üzerinden ev ya da iş yerleri gibi mekanlarında seramik ve boya uygulaması yaptırmak isteyen müşteriler, ilgili mekanların bilgilerini girerek teklif alabilmekte ve canlı keşif isteyebilmektedir. Bu yolla tüketiciler kolayca usta bulurken, ustalar ise kolayca iş imkanlarına ulaşabilmektedir.

Pazar payları Kalekim tarafından GfK’nın hazırladığı seramik paneli baz alınarak takip edilmektedir. Aşağıdaki tabloda 2018-2020 yılları arasında Şirket’in seramik uygulamaları alanındaki pazar payları sunulmaktadır.

Tablo 6: Kalekim'in Yıllara Göre Pazar Payı

	2018	2019	2020
Seramik Karo Pazarı Büyüklüğü (milyon m ²)	157,7	114,3	112,0
Seramik Uygulamaları – Yapı Kimyasalları Pazar Büyüklüğü (bin ton)	1.025,3	742,7	727,9
Kalekim'in Seramik Uygulamaları Yapı Kimyasalı Satış Hacmi (bin ton)	430,3	350,9	389,0
Kalekim'in Seramik Uygulamaları Yapı Kim. Pazar Payı	%42,0	%47,2	%53,4

Kaynak: GfK

Şirket; pazardaki 50 yıldan fazla tecrübesi, müşterilerden alınan geri bildirimler doğrultusunda geliştirdiği geniş ve kaliteli ürün yelpazesi, yaygın üretim ağının sağladığı lojistik maliyet avantajı, geniş satış ağı ve bayilerle uzun yıllara dayanan köklü ilişkileri ve etkin pazarlama faaliyetleri ve ustalarla sürdürdüğü yakın işbirliği sayesinde seramik uygulamaları pazarında %50'in üzerine paya sahip jenerik markaya dönüşmüştür.

Covid 19 Etkisi

Şirket, 2020 yılının ilk aylarında başlayan Covid-19 salgınının dünya çapında yayılımını öngörerek, Şubat ve Mart aylarında hammadde stoklarını artırmıştır. Bu sayede, pandeminin yoğun etkilerinin yaşandığı Mart, Nisan ve Mayıs aylarındaki üretim faaliyetlerinde hiçbir sorun yaşanmamıştır. Talep seviyesinin düşük seyrettiği Nisan ve Mayıs aylarını takiben Haziran ayı ile birlikte başlayan yüksek talep döneminde stok seviyesinin önceden artırılmış olmasının avantajı ile talebe karşılık verilmiştir.

Kalekim, Covid 19 salgını sebebiyle üretim açısından da herhangi bir sorun yaşamamış, üretimini güvenli bir şekilde devam ettirmiştir. Bu dönemde tüm çalışma alanlarında Sağlık Bakanlığı ve yetkili mercilerce alınan önlemler, titizlikle takip edilerek uygulamaya alınmıştır. Alınan önlemler doğrultusunda Türk Standartları Enstitüsü (TSE) tarafından yapılan denetimde "Covid-19 Güvenli Üretim Belgesi" almaya hak kazanmıştır.

Üretimde ve hammadde tedarikinde sıkıntı yaşanmamış olmasının yanı sıra bayilerle önceden kurulan iyi ilişkiler sayesinde süreç karşılıklı olarak başarılı şekilde yönetilmiştir.

İhracat açısından ise Covid 19 salgını sebebiyle 2020 yılı Nisan ve Mayıs aylarında sınırların kapatılması sebebiyle geçici bir sorun yaşamış, onun haricinde önemli bir sorun yaşanmamış ve Haziran ayından itibaren Şirket ihracat pazarlarındaki satışlarını ve sevkiyatlarını da sorunsuz bir şekilde devam ettirmiştir.

Şirket Covid 19 salgınının etkisine rağmen satışlarını 2020 yılında bir önceki yıla göre %38 oranında artırmıştır. 2020 yılında satış gelirlerinin %71'ini yurtiçinden, %29'u ise yurtdışı satışlarından elde edilmiştir. FAVÖK marjı incelendiğinde ise, 2019 yılında %17,6 seviyesinde olan FAVÖK marjının, salgının yoğun olarak görüldüğü 2020 yılında %20,9 seviyesine yükseldiği görülmektedir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Özet Mali Tablolar

Kalekim'in 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli özet finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7: Kalekim'in Özet Finansal Durum Tabloları

TL	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 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
Stoklar	32.225.347	24.211.803	35.318.387
Ticari Alacaklar	96.390.479	105.588.941	119.273.456
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 Borç. 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
Uzun Vadeli Borçlanmalar	63.785.589	6.187.142	12.826.731
Özkaynaklar	124.554.566	156.659.565	239.036.098
Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	(3.259.471)	19.233.941	49.568.558
Net Dönem Kârı	23.653.979	29.431.890	83.920.166
TOPLAM KAYNAKLAR	297.233.288	361.195.847	470.434.548

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kalekim'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin kâr veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 8: Kalekim'in Kâr veya Zarar Tabloları

TL	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020
Hasılat	346.386.499	381.482.199	526.247.127
<i>Büyüme Oranı %</i>	-	%10	%38
Satışların Maliyeti	-237.686.599	-245.165.636	-320.540.797
Brüt Kâr	108.699.900	136.316.563	205.706.330
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	%31	%36	%39
Genel Yönetim Giderleri	-24.820.253	-28.729.770	-35.238.808
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-53.047.224	-63.213.842	-77.091.466
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.070.522	-1.446.739	-2.868.706
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	45.858.727	29.934.898	54.262.306
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-34.383.571	-22.863.385	-58.366.883
Finansman Öncesi Faaliyet Kârı	41.237.057	49.997.725	86.402.773
<i>Finansman Öncesi Faaliyet Kârı Marjı</i>	%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 Kâr	21.706.106	33.057.062	93.532.597

<i>Vergi Öncesi Kâr Marjı</i>	%6	%9	%18
Vergi Geliri/(Gideri)	1.947.873	3.786.525	11.038.040
Net Dönem Kârı	23.653.979	29.270.537	82.494.557
<i>Net Dönem Kârı Marjı</i>	%7	%8	%16
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</i>	-	-161.353	-1.425.609
Ana Ortaklık Payları	23.653.979	29.431.890	83.920.166

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kalekim'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin nakit akış tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 9: Kalekim'in Nakit Akış Tabloları

TL	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	34.982.906	26.750.798	72.323.796
İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Nakit Akışları	50.204.622	77.836.741	116.703.346
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları	(47.153.306)	(14.786.532)	(32.461.334)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	(8.466.797)	(37.785.736)	(35.759.546)
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış veya (Azalış)	(8.232.108)	45.572.998	51.583.661
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	26.750.798	72.323.796	123.907.457
Faiz Tahakkukları	3.861	6.891	420.855
Finansal Durum Tablosundaki Nakit ve Nakit Benzerleri	26.754.659	72.330.687	124.328.312

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kalekim'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin özkaynak değişim tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 10: Kalekim'in Özkaynaklar Değişim Tabloları

TL	31 Aralık 2018	31 Aralık 2019	31 Aralık 2020
Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Kârdan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	8.492.340	9.652.907	11.066.896
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Giderler	(5.509.045)	(5.151.089)	(6.547.283)
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Giderler	1.176.763	1.175.199	1.027.761
Geçmiş Yıllar Kârları ve Zararları	(3.259.471)	19.233.941	49.568.558
Dönem Kârı veya Zararı	23.653.979	29.431.890	83.920.166
Özkaynaklar Toplamı	124.554.566	156.659.565	239.036.098

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Yukarıda yer verilen tablolar, bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların özeti niteliğinde olup, Şirket hakkında analiz yapmak isteyen yatırımcıların Kalekim'e ait olan ve KAP'ta ilan edilmiş bulunan tüm finansal tabloları, finansal tabloların dipnotlarını ve bağımsız denetçi raporlarını ayrıntılı bir şekilde incelemeleri gerekmektedir.

III. SEKTÖREL BİLGİLER

Kalekim'in faaliyet gösterdiği alanlardan seramik uygulamaları, su yalıtım, ısı yalıtım ve zemin uygulamaları yapı kimyasalları sektörü başlığı altında; boya/sıva uygulamaları ise inşaat boya ve vernikleri sektörü altında yer almaktadır.

Yapı Kimyasalı Sektörü

Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği (İMSAD) sektör verilerinin alındığı kaynaktır. İMSAD 2019 Sektör Raporuna göre yapı kimyasalları sektörü altında değerlendirilen ürün grupları: Çimento harç ve beton katkıları, kimyasal karışımli hazır harçlar, yanmayı ve su geçirmeyi önleyen müstahzarlar, hazır tutkal ve yapıştırıcılar, cam macunları, macun reçineli çimentolar, boyacılıkta kullanılan dolgu ve sıvama ürünleri ile dış cephe hazır sıva, çimento esaslı seramik yapıştırıcı ve derz dolgularıdır.

Türkiye'de yapı kimyasalları sanayi üretimi 2018 yılında bir önceki yıla göre %14 oranında büyüyerek 5,7 milyon tona ulaşmış, 2019 yılında ise %14 oranında daralarak 4,9 milyon tona inmiştir. Yapı kimyasallarında üretim yapan firma sayısı da 2019 yılında gerileme göstermiştir.

Tablo 11: Yapı Kimyasalları Girişim Sayısı ve Üretim Göstergeleri

Yıllar	Firma Sayısı	Üretim (Ton)
2018	328	5.661.156
2019	325	4.868.594

Kaynak: https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Yapi_Sektoru_Raporu_2019.pdf

Ülkemizde yapı kimyasalları sektörü 2018 yılında 5,23 milyon tona ulaşmış, 2019 yılında ise, bir önceki yıla göre iç pazar %17,9 küçülerek 4,3 milyon tona inmiştir. İç talep ihtiyacının önemli bir bölümü yurtiçi üretim ile karşılanırken, pazarın yaklaşık %7-8'i ithalat ile karşılanmaktadır.

Tablo 12: Yapı Kimyasalları Sektörü İç Pazar Verileri (ton)

Yıllar	Üretim	İhracat	İthalat	İç Pazar
2018	5.661.156	736.412	308.129	5.232.873
2019	4.868.594	872.408	300.598	4.296.784

Kaynak: https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Yapi_Sektoru_Raporu_2019.pdf

Türkiye yapı kimyasalları alanında önemli bir üretici ve ihracatçı ülkedir. Yakın ve komşu pazarlar odaklı olarak gelişen ihracat 2018 ve 2019 yıllarında artış göstermiştir. Bu artışta iç pazardaki daralma etkili olmuştur. 2019 yılında ihracat 872.408 ton olarak gerçekleşmiş, birim fiyat ise 0,56 dolar/kg olmuştur. İMSAD Şubat 2020 Aylık Sektör Raporu'na⁴ göre yapı kimyasalları sektöründe ihracat tutarı Ocak – Aralık 2018 döneminde 476 milyon USD, Ocak – Aralık 2019 döneminde 491,5 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. İMSAD Şubat 2021 Aylık Sektör Raporu'na⁵ göre Ocak – Aralık 2020 döneminde ise ihracat tutarı bir önceki yıla göre %1,9 artarak 501 milyon USD'ye ulaşmıştır.

Türkiye'nin yapı kimyasalları ihracat pazarlarını büyük ölçüde yakın ve komşu ülkeler oluşturmaktadır. İhracatta ilk üç sırada Irak, İran ve Gürcistan yer almaktadır. Ardından Rusya, Özbekistan, Suudi Arabistan ve Azerbaycan gelmektedir. İlk 10 içindeki diğer ülkeler de yine geleneksel ve yakın pazarlardır.

Türkiye yapı kimyasalları alanında özellikli ürünlerde (su yalıtımı ve zemin uygulamalarında kullanılan spesifik çözümlere uygun ürünler) ithalat da yapmaktadır. İthalat miktarı 2018 ve 2019 yıllarında

⁴ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylık_Sektor_Raporu_Subat2020.pdf

⁵ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylık_Sektor_Raporu_%C5%9EUBAT2021.pdf

gerilemiştir, 2019 yılı gerçekleşmesi ise 300.598 ton olmuştur. İMSAD Şubat 2020 Aylık Sektör Raporu'na⁶ göre yapı kimyasalları sektöründe ithalat tutarı Ocak - Aralık 2018 döneminde 624,3 milyon dolar, Ocak - Aralık 2019 döneminde 565,3 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. İMSAD Şubat 2021 Aylık Sektör Raporu'na⁷ göre Ocak - Aralık 2020 döneminde ise ihracat tutarı bir önceki yıla göre %0,3 artarak 567 milyon USD'ye ulaşmıştır.

2019 yılı İMSAD Sektör Raporuna göre, Türkiye'nin yapı kimyasalları ithalatı yaptığı ülkelerin başında Almanya gelmektedir. Toplam ithalatın yaklaşık %27'si Almanya'dan yapılmaktadır. Fransa, Belçika, Çin, Güney Kore ve İtalya, Almanya'yı izlemektedir.

Yapı Kimyasalları Sektörü Dış Ticareti

Yapı kimyasalları sektöründe Dünya ihracatı 2018 yılında %15 oranında büyümüştür. 2019 yılında ise, petrol fiyatlarındaki düşüş ve dünya ticaretindeki daralma nedeniyle ihracat gerilemiştir. Türkiye'nin dünya ihracatından aldığı pay, 2018 yılında %1,43, 2019 yılında ise dünya ihracatı daralırken %1,52'ye yükselmiştir.

2019 yılı İMSAD Sektör Raporuna göre Dünya yapı kimyasalları ihracatında ilk sırada 6,0 milyar USD ile Almanya, sonrasında ABD ve Çin yer almaktadır. Sıralama Güney Kore ve Hollanda ile Japonya, Belçika, Tayvan ve İtalya olarak devam etmektedir. Türkiye 2019 yılında dünya ihracatında 16. sıraya yükselmiştir. İhracattaki ilk üç ülke aynı zamanda yapı kimyasallarında en büyük üç ithalat pazarını oluşturmaktadırlar. Fransa, Kanada, Meksika, Rusya ve İngiltere de büyük pazarlardır. Türkiye dünya ithalatında 22. sıradadır.

İnşaat Boya ve Vernikleri Sektörü

İMSAD 2019 Sektör Raporu'na göre; boya, inşaat, ulaşım araçları ve sanayi ürünleri gibi çok geniş alanlarda kullanımı olan kimyasal bir üründür. Türkiye'de boya üretiminin yaklaşık %60'ı inşaat boya sektöründe gerçekleşmektedir. İnşaat sektöründe kullanılan dekoratif boyalar boya sektöründe sürükleyici konumdadır. Türkiye'de son on yıl içinde inşaat boya sektöründe kalite ve teknoloji alanında da önemli gelişmeler yaşanmaktadır.

Türkiye'de yirmiyeye yakın büyük ölçekli işletme ve çok sayıda küçük ve orta ölçekli işletme boya sektöründe faaliyet göstermektedir. Türkiye Avrupa'nın en büyük boya pazarlarından biri olup, iç pazarda tüketim yaklaşık 2 milyar USD değerindedir. Bu tutar dünya pazarının yaklaşık %2'sine tekabül etmektedir.

İnşaat sektöründeki daralma, boya üretimini olumsuz etkilemiştir. İnşaat boya ve vernikleri üretimi 2018 yılında %4 düşerek 569.720 ton olmuştur. Üretim 2019 yılında ise %4,6 azalmış ve 544.650 ton olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılında iç pazarda tüketim %4,3, 2019 yılında ise %6,4 azalarak 543.199 ton olarak gerçekleşmiştir. İMSAD Şubat 2021 Aylık Sektör Raporu'na⁸ göre ise inşaat boya ve vernikleri Ocak - Aralık 2020 döneminde, 2019 yılının aynı dönemine göre %19,5 büyümüştür.

İnşaat boya ve vernikleri Türkiye'nin geleneksel inşaat malzemesi ihracat ürünleri arasında yer almakta ve daha çok yakın ve komşu ülkelere ihracat yapılmaktadır. İnşaat boya ve vernikleri ihracatı 2018 yılında miktar olarak sınırlı ölçüde düşmüş, ancak 2019 yılında iç pazardaki daralma nedeniyle sektör ihracata ağırlık vermiştir. 2019 yılında miktar olarak %8,9 artmış, değer olarak ise %1,9 yükselmiştir. İhracat birim fiyatı 2,15 dolar/kg seviyesine inmiştir. İMSAD Şubat 2021 Aylık Sektör Raporu'na göre

⁶ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylik_Sektor_Raporu_Subat2020.pdf

⁷ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylik_Sektor_Raporu_%C5%9EUBAT2021.pdf

⁸ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylik_Sektor_Raporu_%C5%9EUBAT2021.pdf

Ocak – Aralık 2020 döneminde bir önceki yıla göre inşaat boya ve vernik sektöründe ihracat %7,3 artarak 234 milyon USD'ye ulaşmıştır⁹.

Tablo 13: İnşaat Boya ve Vernikleri İç Pazarı (ton)

	Üretim	İhracat	İthalat	İç Pazar Tüketim
2018	569.720	93.045	103.430	580.105
2019	544.650	101.392	99.941	543.199

Kaynak: https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Yapi_Sektoru_Raporu_2019.pdf

Türkiye'nin inşaat boya ve vernikleri ihracatında büyük payı yakın ve komşu ülke pazarları almaktadır. İhracatta ilk üç sırada Irak, Azerbaycan ve Özbekistan yer almakta, Gürcistan ve İran izlemektedir. İlk 10 pazarın tamamı gelişen ülkelerdir. Yakın ve komşu ülkeler ile ilişkiler ihracatı da doğrudan etkilemektedir.

Türkiye inşaat boya ve verniklerinde önemli bir üretici ve ihracatçı olmasına karşın özellikli ürünlerde ithalat da yapmaktadır. İnşaat boya ve vernikleri ithalatı 2019 yılında miktar olarak %3,4, değer olarak ise %6,2 gerilemiştir. İthalat birim fiyatı 2019 yılında 3,91 dolar/ kg olmuştur. Türkiye'nin en çok inşaat boya ve vernikleri ithalatı yaptığı ilk üç ülke; Fransa, İngiltere ve İspanya'dır. İMSAD Şubat 2020 Aylık Sektör Raporu'na¹⁰ göre inşaat boya ve vernikleri sektöründe ithalat tutarı Ocak - Aralık 2018 döneminde ise 416,9 milyon USD, Ocak – Aralık 2019 döneminde 391 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. İMSAD Şubat 2021 Aylık Sektör Raporu'na göre Ocak – Aralık 2020 döneminde ise ihracat tutarı bir önceki yıla göre %3,3 artarak 404 milyon USD'ye ulaşmıştır.

İnşaat Boya ve Vernikleri Sektörü Dış Ticareti

İMSAD 2019 Yapı Sektörü Raporu'na göre dünya inşaat boya ve vernikleri ihracatı 2018 yılında %10,5 artarak 22,42 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Bu artış diğer birçok inşaat malzemesinin dünya ihracatındaki artışı ile paralellik göstermektedir. 2019 yılında ise dünya ihracatı %3 azalarak 21,74 milyar USD'ye düşmüştür. 2019 yılı üretim hacmi 1,57 milyar USD olup, kişi başı boya tüketimi 9 kg'dır. 2019 yılı üretim portföyünü hacim bazında %50 inşaat, %50 sanayi boya olarak oluştururken, değer bazında ise %67'si sanayi boya, %33'ü inşaat boya olarak oluşmaktadır.

Dünya inşaat boya ve vernikleri ihracatında ilk sırada Almanya yer almaktadır. Almanya 3,67 milyar USD ihracat yapmaktadır, ardından ABD, Japonya ve İtalya gelmektedir. Dünya ihracatında ilk 10 içinde yer alan ülkelerin tamamı gelişmiş ülkelerdir. Türkiye dünya ihracatında 20. sırada bulunmaktadır.

Dünya inşaat boya ve vernikleri ithalatında ilk sırada Çin, en büyük ihracatçı Almanya ise 2. sırada, Kanada 3. sırada yer almaktadır. ABD, Polonya, Fransa, Belçika ve Meksika diğer ülkelerdir. Türkiye 2019 yılı itibarıyla 17. ithalatçıdır.

Kalekim'in Faaliyet Gösterilen Sektördeki Avantajları, Dezavantajları ve Riskleri

Avantajlar

- Yüksek Marka Bilinirliği
- Müşteri Odaklı Stratejik Planlama
- Hedeflerin Yayılımı
- Çalışan Gelişimi ve Yetenek Yönetimi

⁹ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylık_Sektor_Raporu_%C5%9EUBAT2021.pdf

¹⁰ https://www.imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylık_Sektor_Raporu_Subat2020.pdf

- Dünyanın Her Yerinde Yatırım Kabiliyeti
- Tasarım Komitesi (TASKOM): Kalekim’de Ar-Ge çalışmalarının 90’lı yıllarda başlamasıyla birlikte ürün geliştirme faaliyetlerini sistematik bir şekilde yürütmek üzere Tasarım Komitesi (TASKOM) kurulmuş, böylece inovasyon yolculuğu başlamış ve Ar-Ge Merkezi’nin temelleri atılmıştır.
- Uygulamalı Araştırma Grubu ve Laboratuvarı (UAG - UAL): Kalekim’de Ar-Ge yapısını, sadece performans analizine dayalı Ar-Ge’den, performans ile birlikte fiziksel ve kimyasal çözümlenmeye dayalı, “üst düzey karakterizasyon yapabilen Ar-Ge haline dönüştürmek” vizyonu ile 2007 yılında UAG, 2010 yılında ise UAL kurulmuştur.
- Kalekim Usta Kulübü: Kalekim kuruluşundan itibaren seramik ustalarını aynı çatı altında toplayarak Kalekim Usta Kulübü’nün temelini atmıştır. Ustaların yaptığı işlerin önemini ortaya koymak, eğitim ve seminerlerle üye ustaların mesleki bilgi ve becerilerini geliştirerek sektörün nitelikli eleman ihtiyacına katkıda bulunmak amacıyla 2001 yılında resmi olarak Kalekim Usta Kulübü kurulmuştur.

Dezavantajlar

- Boya pazarındaki lider konumundaki firmalarla rekabetin güçlüğü
- Seramik uygulamaları pazarında haksız rekabet
- Hammaddelerde döviz kurundan etkilenme
- İhracatın yurtdışı politikalarından etkilenmesi

Riskler:

- Yerel ve küresel ekonomik koşullar, Şirket’in bulunduğu sektörü, Şirket’in faaliyetlerini ve performansını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket’in içinde olduğu sektörel rekabet ortamı, Şirket’in faaliyetlerini önemli ölçüde olumsuz yönde etkileyebilir.


AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

IV. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Kalekim'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- Piyasa Çarpanları Analizi
 - Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
 - Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Piyasa Çarpanları Analizi

Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Kalekim'le benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki verilerin birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Söz konusu şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK ve Fiyat / Kazanç çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır.

- Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve şirketlerin en güncel tarihli finansal tablolarındaki FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri / FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

Net Borç Pozisyonu = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr

FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK

- Fiyat / Kazanç hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş ve şirketlerin en güncel tarihli finansal tablolarındaki Net Kâr verileri kullanılarak Fiyat / Kazanç çarpanları elde edilmiştir.

Fiyat / Kazanç = Piyasa Değeri / Net Kâr

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer oluşmaktadır.

AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

V. KALEKİM'İN DEĞERLEMESİ

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları 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 alan Kalekim ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülmüştür. Bu şirketlerden Afyon Çimento, Akçansa, Batı Çimento, Batsöke Çimento, Bursa Çimento, Çimtaş, Çimtaş, Göltaş Çimento, Konya Çimento, Nuh Çimento ve Oyak Çimento'nun çimento sektöründe, DYO Boya ve Marshall'ın ise boya sektöründe faaliyet gösterdiği görülmektedir. Aşağıdaki tabloda haklarında bilgi verilen şirketlerin Borsa İstanbul'da işlem gördükleri pazarlara ilişkin bilgi, bu raporun 42. sayfasında yer alan tabloda görülebilir.

Kalekim ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin FAVÖK ve Net Kâr verileri ile bu verilerinden yola çıkılarak hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları, aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda kırmızı ile belirtilen üzeri çizilen değerler, uç değerler oldukları için medyan hesaplamasına dâhil edilmemiştir.

Tablo 14: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (16 Nisan 2021)

Benzer Şirketler	Halka Açıklık Oranı (%)	Hisse Fiyatı (TL)	Hisse Adedi (bin)	Piyasa Değeri (milyon TL)	Net Borç (31/12/2020) (milyon TL)	Firma Değeri (milyon TL)	2020 FAVÖK (milyon TL)	Firma Değeri / FAVÖK	2020 Net Kâr (milyon TL)	Fiyat / Kazanç
Afyon Çimento	46	3,98	400.000	1.592	88,9	1.681	42,2	39,8	17,1	93,3
Akçansa	19	18,47	191.447	3.536	23,4	3.559	323,1	11,0	115,0	30,7
Batı Çimento	25	13,80	180.000	2.484	1.648,3	4.132	91,7	45,1	-327,0	-7,6
Batsöke Çimento	25	3,13	400.000	1.252	1.131,3	2.383	14,3	166,8	-348,5	-3,6
Bursa Çimento	29	3,74	500.000	1.870	-137,6	1.732	121,5	14,3	75,5	24,8
Çimtaş	2	33,50	87.112	2.918	-52,1	2.866	10,7	269,0	-35,3	-82,8
Çimtaş	40	20,74	135.084	2.802	603,4	3.405	443,7	7,7	175,7	15,9
Göltaş Çimento	57	55,70	18.000	1.003	491,6	1.494	79,7	18,7	12,0	83,3
Konya Çimento	15	972,10	4.873	4.737	-58,6	4.679	17,2	272,2	18,2	259,7
Nuh Çimento	16	56,35	150.214	8.465	-737,2	7.727	479,5	16,1	570,2	14,8
Oyak Çimento	27	7,25	1.159.793	8.409	294,7	8.703	503,6	17,3	358,5	23,5
DYO Boya	25	12,75	100.000	1.275	366,0	1.641	313,0	5,2	134,0	9,5
Marshall	8	257,90	10.000	2.579	-34,0	2.545	49,0	51,9	22,0	117,2
MEDYAN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kalekim	-	-	-	-	-86,5	-	109,7	-	83,9	-

Kaynak: KAP, Borsa İstanbul, Kalekim

Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Kalekim ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası şirketler, Kalekim'in faaliyet konusuyla uyumlu olacak şekilde kimyasal yapıtıcı, yapı malzemesi ve boya üreten şirketler arasından, boyut olarak Kalekim'e kıyasla çok büyük ya da çok küçük şirketler dışında bırakılacak şekilde belirlenmiştir. Söz konusu şirketler hakkında aşağıdaki tablolarda bilgi verilmektedir.

Uyarı: Şirketler farklı sektörlerde yer aldıkları için tek bir tabloda toplamak yerine sektörlerine göre farklı tablolarda gösterilmiştir. Bu ve takip eden iki sayfada verilen üç adet tablo, ilgili uluslararası piyasalarda işlem gören şirketlerin analiz edilmesi amacıyla incelenmiştir.

Aşağıdaki tabloda haklarında bilgi verilen şirketlerin faaliyet alanları, bu raporun 43. sayfasında yer alan tabloda görülebilir.

Tablo 15: Kimyasal Yapıtıcı Üreticisi Şirketler (16 Nisan 2021)

Benzer Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı (%)	Piyasa Değeri (milyon USD)	Net Borç (31/12/2020) (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	2020 FAVÖK (milyon USD)	Firma Değeri / FAVÖK (2020)	2020 Net Kâr (milyon USD)	Fiyat / Kazanç (2020)
Gurit Holding AG	İsviçre	65,2	1.191	21	1.211	85,1	14,2	53,0	22,5
Chase Corporation	ABD	78,5	1.101	-82	1.023	63,9	16,0	37,6	29,3
Shiny Chemical Industrial Co., Ltd.	Tayvan	42,7	743	23	766	59,1	13,0	41,8	17,8
Nan Pao Resins Chemical Co., Ltd.	Tayvan	81,6	683	17	700	65,3	10,7	43,4	15,7
Scapa Group plc	İngiltere	96,0	556	56	612	36,7	16,7	-63,2	eksi
Uzin Utz AG	Almanya	20,0	420	68	489	46,1	10,6	23,2	18,1
Daxin Materials Corporation	Tayvan	55,3	337	-31	306	33,6	9,1	22,5	15,0
Tapex Co., Ltd.	Güney Kore	51,5	232	-16	215	16,1	13,4	12,7	18,3
MEDYAN							13,2		18,1

Kaynak: Capital IQ

Aşağıdaki tabloda haklarında bilgi verilen şirketlerin faaliyet alanları, bu raporun 43. sayfasında yer alan tabloda görülebilir.

Tablo 16: Yapı Malzemesi Üreticisi Şirketler (16 Nisan 2021)

Benzer Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı (%)	Piyasa Değeri (milyon USD)	Net Borç (31/12/2020) (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	2020 FAVÖK (milyon USD)	Firma Değeri / FAVÖK (2020)	2020 Net Kâr (milyon USD)	Fiyat / Kazanç (2020)
Lindab International AB	İsveç	96,8	1.628	163	1.796	129,9	13,8	72,6	22,4
Nitto Boseki Co., Ltd.	Japonya	85,9	1.419	160	1.581	131,4	12,0	96,0	14,8
Elementia, S.A.B. de C.V.	Meksika	4,9	798	699	1.514	167,1	9,1	-26,0	eksi
Quanex Building Products Corp.	ABD	93,4	920	123	1.043	103,4	10,1	38,5	23,9
Nippon Aqua Co., Ltd.	Japonya	35,2	186	8	193	20,2	9,6	13,0	14,3
Masterplast Nyrt.	Macaristan	35,5	138	18	157	13,2	11,9	6,9	20,0
MEDYAN							11,0		20,0

Kaynak: Capital IQ

Aşağıdaki tabloda haklarında bilgi verilen şirketlerin faaliyet alanları, bu raporun 43. sayfasında yer alan tabloda görülebilir.

Tablo 17: Boya Üreticisi Şirketler (16 Nisan 2021)

Benzer Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı	Piyasa Değeri (milyon USD)	Net Borç (31/12/2020) (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	2020 FAVÖK (milyon USD)	Firma Değeri / FAVÖK (2020)	2020 Net Kâr (milyon USD)	Fiyat / Kazanç (2020)
		(%)							
TOA Paint Public Co. Ltd.	Tayland	25,0	1.984	-178	1.812	95,8	18,9	67,7	29,3
Tikkurila Oyj	Finlandiya	59,6	1.788	14,4	1.803	95,5	18,9	52,7	33,9
Berger Paints Bangladesh Limited	Bangladeş	5,0	934	-32,8	901	46,7	19,3	29,2	32,0
Yung Chi Paint & Varnish Mfg. Co.,Ltd.	Tayvan	34,2	418	-95,0	323	39,5	8,2	29,6	14,1
Flügger group A/S	Danimarka	26,6	338	29,2	375	35,0	10,7	20,5	16,5
Fabryka Farb i Lakierów Sniezka SA	Polonya	39,6	299	68,7	369	36,4	10,1	20,9	14,3
Samhwa Paints Industrial Co., Ltd.	Güney Kore	36,3	301	71,9	373	28,6	13,0	6,0	50,0
Kangnam Jevisco Co., Ltd.	Güney Kore	47,6	171	-17,3	153	16,1	9,5	21,4	8,0
MEDYAN							11,9		22,9

Kaynak: Capital IQ

AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ANONİM ŞİRKETİ

Piyasa Çarpanları Analizinin Sonucuna Göre Kalekim'in Özsermaye Değeri

Kalekim'in 2020 yılı finansal verilerinin özeti, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 18: Kalekim'in Finansal Verileri (2020)

Kalekim'in 2020 Yılı Finansal Verileri	(TL)
Net Satışlar	526.247.127
FAVÖK	109.726.566
Net Kâr (Ana Ortaklık Payları)	83.920.166
Net Nakit Pozisyonu	86.510.913
<i>bir başka ifadeyle</i>	
Net Borç Pozisyonu	-86.510.913
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28.112.495

Kaynak: Kalekim

Kalekim'in değeri hesaplanırken kullanılan piyasa çarpanlarına verilen ağırlık oranları belirlenirken, aşağıdaki tabloda gösterilen Net Satışlar'ın ürün gruplarına göre dağılımı göz önünde bulundurulmuştur.

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.

Yine aynı tabloda yer alan 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.

Tablo 19: Ürün Gruplarına Göre Satışların Dağılımı (2020 Yılı)

Ürün Grupları	31.12.2020	
TOPLAM	526.247.127	%100
Seramik Uygulamaları	387.790.272	%73,7
Su Yalıtım	39.058.495	%7,4
Isı Yalıtımı ve diğer muhtelif	25.666.299	%4,9
Boya ve Sıva	73.732.061	%14,0

Kaynak: Kalekim

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Kalekim'in özsermaye değeri, Fiyat / Kazanç çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Tablo 21: Kalekim'in Değerinin Fiyat / Kazanç Çarpanı ile Hesaplanması

(aksi belirtilmedikçe, Türk Lirası)	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Şirketlerin F/K Çarpanı (Medyan) ¹	A	19,7x	18,1x	20,0x	22,9x
Kalekim'in Net Kârı ²	B	83.920.166			
Kalekim'in Özsermaye Değeri	C = A x B	1.653.227.270	1.518.955.005	1.678.403.320	1.921.771.801
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi	D	100.000.000			
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	E = C ÷ D	16,53 TL	15,19 TL	16,78 TL	19,22 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	F	%50	%25	%10	%15
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	G = Σ (E x F)	16,62 TL			

Kaynak: ¹Tablo 14, Tablo 15, Tablo 16 ve Tablo 17, ²Tablo 18

Yukarıdaki tablolardan yola çıkılarak, Kalekim'in 1 TL nominal değerli payı başına düşen değer, Fiyat/Kazanç çarpanı kullanılarak **16,62 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 22: Piyasa Çarpanları Yöntemi Neticesi

(TL)	Firma Değeri / FAVÖK	Fiyat / Kazanç
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	15,65 TL ¹	16,62 TL ²
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	16,14 TL	

Kaynak: ¹Tablo 20, ²Tablo 21

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

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ANONİM ŞİRKETİ

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabacak şekilde oluşturulmuştur. İNA analizinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

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

Şirket'in iş planı doğrultusunda her bir ürün grubu için hazırlanan satış projeksiyonları tablosu, aşağıda yer almaktadır.

Tablo 23: Kalekim'in 2018-2030 Yıllarındaki Net Satışları ve Net Satış Tahminleri

Net Satışlar (milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Seramik Uyg.	262	286	388	522	623	707	798	902	1.001	1.111	1.233	1.369	1.519
<i>Yıllık Büyüme</i>		%9,3	%36	%35	%19	%13	%13	%13	%11	%11	%11	%11	%11
Su Yalıtım	23,4	31,1	39,1	61,8	73,8	83,7	94,5	107	119	132	146	162	180
<i>Yıllık Büyüme</i>		%33	%26	%58	%19	%13	%13	%13	%11	%11	%11	%11	%11
Boya ve Sıva	28,6	39,7	73,7	140	192	249	304	357	396	440	488	542	602
<i>Yıllık Büyüme</i>		%39	%86	%90	%37	%30	%22	%18	%11	%11	%11	%11	%11
Isı Yal. ve Diğer	32,7	24,6	25,7	29,5	33,9	39,0	44,9	51,6	57,3	63,6	70,6	78,4	87,0
<i>Yıllık Büyüme</i>		-%25	%4,5	%15	%15	%15	%15	%15	%11	%11	%11	%11	%11
TOPLAM	346	381	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
<i>Yıllık Büyüme</i>		%10	%38	%43	%22	%17	%15	%14	%11	%11	%11	%11	%11

Kaynak: Kalekim

Satış Maliyetleri ve Brüt Kâr: Kalekim'in mevcut brüt kâr marjını neredeyse koruyacağı ve çok hafif bir düşüşü olacağı beklentisiyle projeksiyonlar oluşturulmuştur.

Şirketin Satış Maliyetleri ve Brüt Kâr beklentileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 24: Satış Maliyetleri ve Brüt Kârlılık Tahminleri

(milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	346	381	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
<i>Yıllık Büyüme</i>		%10	%38	%43	%22	%17	%15	%14	%11	%11	%11	%11	%11
Satış Maliyeti	238	245	321	456	559	656	756	863	960	1.065	1.182	1.312	1.457
<i>Yıllık Büyüme</i>		%3,1	%31	%42	%23	%17	%15	%14	%11	%11	%11	%11	%11
Brüt Kâr	109	136	206	297	363	423	486	554	613	681	756	839	931
<i>Yıllık Büyüme</i>		%25	%51	%45	%22	%16	%15	%14	%11	%11	%11	%11	%11
Brüt Kâr Marjı	%31	%36	%39	%39	%39	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%

Kaynak: Kalekim

AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

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. Faaliyet Giderlerinin gelişimine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Tablo 25: Faaliyet Giderleri Tahminleri

(milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gen. Yön. Gid.	24,8	28,7	35,2	46,5	55,0	62,9	71,2	80,1	88,3	97,5	108	120	133
<i>Yıllık Büyüme</i>		%16	%23	32%	18%	14%	13%	13%	10%	10%	10%	11%	11%
Paz. Sat. Gid.	53,0	63,2	77,1	110	135	158	182	208	229	253	279	310	344
<i>Yıllık Büyüme</i>		%19	%22	43%	22%	17%	15%	14%	10%	10%	10%	11%	11%
Ar-Ge Gid.	1,07	1,45	2,87	4,11	5,03	5,88	6,77	7,72	8,51	9,40	10,4	11,5	12,8
<i>Yıllık Büyüme</i>		%35	%98	43%	22%	17%	15%	14%	10%	10%	10%	11%	11%
Faaliyet Gid.	78,9	93,4	115	161	195	227	260	295	326	360	397	441	490
<i>Yıllık Büyüme</i>		%18	%23	40%	21%	16%	15%	14%	10%	10%	10%	11%	11%
Faal. Gid./Sat.	%23	%24	%22	%21	%21	%21	%21	%21	%21	%21	%21	%21	%21

Kaynak: Kalekim

Amortisman: Şirket'in yatırım planları ve amortisman hesaplamaları doğrultusunda oluşan projeksiyonları kullanılmıştır.

Esas Faaliyet Kârı ve Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK): Yukarıdaki varsayımların ışığında ortaya çıkan Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Tablo 26: Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK Tahminleri

(milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	346	381	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
Satış Maliyetleri	238	245	321	456	559	656	756	863	960	1.065	1.182	1.312	1.457
Brüt Kâr	109	136	206	297	363	423	486	554	613	681	756	839	931
Faaliyet Gid.	78,9	93,4	115	161	195	227	260	295	326	360	397	441	490
Esas Faal. Kârı	29,8	42,9	90,5	137	168	196	226	259	288	321	359	398	442
<i>Yıllık Büyüme</i>		44%	111%	51%	23%	17%	15%	15%	11%	12%	12%	11%	11%
Amortisman	5,70	12,8	18,6	20,5	22,7	24,9	27,3	29,9	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
FAVÖK	35,5	55,7	110	157	191	221	253	289	321	354	392	431	475
<i>Yıllık Büyüme</i>		57%	98%	43%	22%	16%	15%	14%	11%	10%	11%	10%	10%
FAVÖK Marjı	%10	%15	%21	%21	%21	%20	%20	%20	%20	%20	%20	%20	%20

Kaynak: Kalekim

Net İşletme Sermayesi İhtiyacı: Kalekim'in oluşturduğu iş planı doğrultusunda hedeflediği ticari alacak tahsil süresi, stok tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi gibi değişkenler neticesinde, net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmaktadır.

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.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Vergi: Faaliyet Kârı üzerinden Kurumlar Vergisi Oranı ile hesaplanmaktadır. Kurumlar Vergisi Oranı, geçtiğimiz günlerde TBMM'ye sunulan torba yasanın yasalaşacağı varsayımıyla,

- 2021 yılı için %25 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %23),
- 2022 yıl için %23 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %21),
- 2023-2025 yılları için %20 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %18)
- 2026-2030 yılları için ise %20

oranında kullanılmıştır. Söz konusu oranlar ile Faaliyet Kârı çarpılmış ve Vergi tutarları hesaplanmıştır.

Serbest Nakit Akımları: Kalekim'in faaliyetlerinden elde ettiği nakit akışlarını ortaya koyan FAVÖK'ünden Vergi, Yatırımlar ve Net İşletme Sermayesi İhtiyacı kalemlerini düştüğümüzde, Serbest Nakit Akımları'na ulaşmaktayız.

Tablo 27: Serbest Nakit Akımları Tahminleri (milyon TL)

(milyon TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	346	381	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
FAVÖK	35,5	55,7	110	157	191	221	253	289	321	354	392	431	475
Esas Faal. Kârı	29,8	42,9	90,5	137	168	196	226	259	288	321	359	398	442
<i>Vergi Oranı</i>	%22	%22	%22	%23	%21	%18	%18	%18	%20	%20	%20	%20	%20
(-) EFK Vergisi	-6,5	-9,4	-19,9	-31,4	-35,3	-35,3	-40,6	-46,6	-57,6	-64,3	-71,7	-79,6	-88,4
(-) Yatırımlar	-47,9	-16,2	-32,2	-66,1	-63,0	-38,6	-41,6	-45,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0	-33,0
(+) İşl. Ser. Değ. ¹		21,3	25,4	-4,0	-2,1	-1,5	-1,8	-2,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Ser. Nak. Akımı		51,4	83,5	55,5	90,5	146	169	195	227	254	284	315	350
<i>SNA Büyümesi</i>			62%	-33%	63%	61%	16%	15%	17%	12%	12%	11%	11%
<i>SNA / Satışlar</i>		13%	16%	7,4%	9,8%	13,5%	13,6%	13,7%	14,4%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%

Kaynak: Kalekim, ¹Pozitif değerler, net işletme sermayesi ihtiyacındaki azalmayı; negatif değerler ise artışı göstermektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Firmanın nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

Nakit akım tahminlerinin bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin ayrıntılar, aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 28: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı

	Hesaplama Formülü	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030
Risksiz Getiri Oranı	A	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0
Risk Primi	B	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	C	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	D = A + B x C	%21,5	%21,5	%21,5	%21,5	%21,5	%21,5
Borçlanma Maliyeti	E	%18,0	%18,0	%18,0	%18,0	%18,0	%17,0
Vergi Oranı	F	%23,0	%21,0	%18,0	%18,0	%18,0	%20,0
Borç Oranı	G	%24,0	%27,0	%26,0	%25,0	%24,0	%24,0
Özsermaye Oranı	H	%76,0	%73,0	%74,0	%75,0	%76,0	%76,0
AOSM	I = D x H + E x (1-F) x G	%19,7	%19,5	%19,7	%19,8	%19,9	%19,6

ANONYM SİRKETİ

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, projeksiyon dönemiyle uyumlu olacak şekilde, Türkiye'deki 10 yıllık TL cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu bağlamda, risksiz getiri oranı olarak, TRT131130T14 ISIN'lı 10 yıl vadeli tahvilin 2021 yılı başından raporun yazıldığı döneme kadar olan %16 oranındaki ortalama getirisi, projeksiyon dönemi boyunca kullanılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Genel olarak Türkiye piyasasına yönelik oluşturulan raporlar ve Borsa İstanbul'da son gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde, risk primi genel olarak %5,5 civarında kabul görmektedir.

Şirket'in henüz halka açık olmaması nedeniyle, halka arzından sonra da Borsa İstanbul genelindeki hisse senetlerinin genel seyirlerinin paralelinde hareket edeceği varsayılmış ve bu varsayım doğrultusunda da betası 1 olarak kabul edilmiştir.

Yukarıdaki varsayımlar ve aşağıda yer alan formül ışığında, Kalekim'in Özsermaye Maliyeti %21,5 olarak hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned}\text{Özsermaye Maliyeti} &= \text{Risksiz Getiri Oranı} + \text{Risk Primi} \times \text{Beta} \\ &= \%16,0 + \%5,5 \times 1 \\ &= \%21,5\end{aligned}$$

Borçlanma Maliyeti ise 2021-2025 döneminde %18 ve 2026-2030 döneminde %17 olarak kullanılmıştır.

Vergi oranı, geçtiğimiz günlerde TBMM'ye sunulan torba yasanın yasalaşacağı varsayımıyla, ilk yıl için %25 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %23), ikinci yıl için %23 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası %21), sonraki yıllarda ise %20 (halka açık şirketlere uygulanması planlanan teşvik sonrası 2023-2025 döneminde %18, 2026 ve sonrasında %20) oranında alınmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca, Şirket için yapılan bilanço tahminlerinden yola çıkarak Borç Oranı ve Özkaynak Oranı hesaplanmıştır. Söz konusu oranların her yıl için muhtelif seviyelerine karşılık gelen AOSM hesaplanmıştır. Şirket'in yatırımlarla büyümeyi hedeflemesi sebebiyle, borç/özkaynak oranının yıllar itibarıyla yukarıdaki tabloda gösterildiği şekilde seyredeceği öngörülmüştür.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, aşağıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\text{AOSM} = \text{Özsermaye Mal.} \times \text{Özsermaye Oranı} + (1 - \text{Vergi Oranı}) \times \text{Borçlanma Mal.} \times \text{Borç Oranı}$$

Bu formül doğrultusunda, AOSM;

- 2021 yılı için %19,7,
- 2022 yılı için %19,5,
- 2023 yılı için %19,7,
- 2024 yılı için %19,8,
- 2025 yılı için %19,9,
- 2026-2030 dönemi için ise %19,6

seviyesinde kullanılmıştır.


YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

İndirgeme Oranı: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden yola çıkılarak ve nakit akışlarının her yılın ortasında olduğu varsayımıyla indirgeme oranları hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları: Serbest Nakit Akımları'nın her birinin ilgili yıla ait İndirgeme Oranı ile indirilmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Tablo 29: İndirgenmiş Nakit Akımları (milyon TL)

(milyon TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Serbest Nak. Akımı	56	90	146	169	195	227	254	284	315	350
AOSM	%19,7	%19,5	%19,7	%19,8	%19,9	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6
İndirgeme Or.	1,0345	1,2364	1,4804	1,7734	2,1258	2,5422	3,0402	3,6357	4,3479	5,1996
İndirgenmiş Nak. Akımı	53,7	73,2	98,4	95,3	91,7	89,4	83,6	78,1	72,5	67,4
İNA Toplamı	803									

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.

Buradaki 10,67 katsayısı, aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmıştır. Tablo 27'de yer alan çarpanların ortalaması, 13,34 olarak hesaplanmaktadır. Uç Değer'in hesaplandığı yıl olan 2030 itibarıyla büyüme potansiyelinin 2021'deki büyüme potansiyelinin altında olması muhtemeldir. Bu nedenle, söz konusu ortalamaya %20 oranında bir iskonto uygulamanın makul olduğu düşünülmüş ve bu oran uygulandıktan sonra elde edilen 10,67 çarpanı ile Kalekim'in 2030 yılındaki FAVÖK'ü ile çarpılmış, 2030 yılı değeri olarak 5.065 milyon TL'ye ulaşılmıştır

Söz konusu değerün günümüzdeki karşılığı ise 5,1996 indirgeme oranı ile bölünmek suretiyle, 974 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 30: Uç Değer Hesaplaması

(aksi belirtilmedikçe, Türk Lirası)	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Kim. Yap. Ür.	Uluslararası Yapı Mal. Ür.	Uluslararası Boya Ür.
Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ¹	A	14,3x	13,2x	11,0x	11,9x
Değerleme Sonucunun Ağırlığı ¹	B	%50	%25	%10	%15
Ortalama FD/FAVÖK Oranı	$C = \sum (A \times B)$	13,34			
İskonto Oranı	D	%20			
İskontolanmış FD/FAVÖK Oranı	$E = C \times (1 - D)$	10,67			
Kalekim'in 2030 FAVÖK Tahmini²	F	474.761.264			
Uç Değerin 2030'daki Değeri	$G = E \times F$	5.065.702.687			
2030'un İndirgeme Oranı	H	5,1996			
Uç Değerin Bugünkü Değeri	$I = G \div H$	974.248.536			

Kaynak: ¹Tablo 20, ²Tablo 26

İNA Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, kısmen Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok tahmin parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucu söz konusu olabilir.

Tablo 31: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu

Milyon TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	526	753	923	1.079	1.241	1.417	1.573	1.746	1.938	2.151	2.388
Satışların Değişimi	%38	%43	%22	%17	%15	%14	%11	%11	%11	%11	%11
Satışların Maliyeti	-321	-456	-559	-656	-756	-863	-960	-1.065	-1.182	-1.312	-1.457
Brüt Kâr	206	297	363	423	486	554	613	681	756	839	931
Brüt Kâr marjı	%39,1	%39,5	%39,4	%39,2	%39,1	%39,1	%39,0	%39,0	%39,0	%39,0	%39,0
Faaliyet Giderleri	-115	-161	-195	-227	-260	-295	-326	-360	-397	-441	-490
Faal. Gid. / Satışlar	%21,9	%21,4	%21,2	%21,0	%20,9	%20,8	%20,7	%20,6	%20,5	%20,5	%20,5
Faaliyet Kârı	91	137	168	196	226	259	288	321	359	398	442
Faaliyet Kârı marjı	%17,2	%18,1	%18,2	%18,2	%18,2	%18,3	%18,3	%18,4	%18,5	%18,5	%18,5
Amortisman Düz.	19	20	23	25	27	30	33	33	33	33	33
FAVÖK	110	157	191	221	253	289	321	354	392	431	475
FAVÖK marjı	%20,7	%20,8	%20,7	%20,5	%20,4	%20,4	%20,4	%20,3	%20,2	%20,0	%19,9
Vergi	-20	-31	-35	-35	-41	-47	-58	-64	-72	-80	-88
Yatırım Harcamaları	-32	-66	-63	-39	-42	-45	-33	-33	-33	-33	-33
Net İşl. Ser. Değ.	25	-4	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3
Serbest Nakit Akımları	83	56	90	146	169	195	227	254	284	315	350
Ser. Nak. Ak. / Satışlar	%15,9	%7,4	%9,8	%13,5	%13,6	%13,7	%14,4	%14,5	%14,6	%14,7	%14,7
AOSM		%19,7	%19,5	%19,7	%19,8	%19,9	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6
İndirgeme Oranı		1,0345	1,2364	1,4804	1,7734	2,1258	2,5422	3,0402	3,6357	4,3479	5,1996
İndirgenmiş Nakit Akımları		53,7	73,2	98,4	95,3	91,7	89,4	83,6	78,1	72,5	67,4
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı							803				

Tablo 32: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	(milyon TL)	Hesaplama Formülü
İNA Toplamı	803	A
Uç Dönem FD / FAVÖK Oranı	10,67x	B
Kalekim'in 2030 Yılındaki FAVÖK Tahmini	475	C
Uç Değerin 2030'daki Değeri	5.065	D = B x C
2030 Yılı'nın Bugüne İndirgeme Oranı	5,1996	E
Uç Değerin Bugünkü Değeri	974	F = D ÷ E
Firma Değeri	1.777	G = A + F
Net Nakit Pozisyonu	86,5	H
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	28,1	I
2020 Kâr Payı Ödemesinin Düzeltmesi	12,5	J
Özsermaye Değeri	1.879	K = G + H + I - J
Kalekim'in Çıkarılmış Sermayesi	100	L
1 TL Nominal Bedelli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	18,79 TL	M = K ÷ L

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Kalekim'in Özsermaye 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, özsermaye değeri de bu kâr payı ödemesi dikkate alınarak düzeltilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemiyle ulaşılan özsermaye değerinin farklı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve yine farklı reel uç dönem büyüme oranı kullanıldığında ortaya çıkan değeri, aşağıdaki tabloda incelenmektedir.

Buna göre Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin iki puan veya bir puan artırılması veya iki puan veya bir puan azaltılması durumunda ve/veya Uç Dönem FD/FAVÖK Çarpanı'nın bir birim veya iki birim artırılması veya bir birim veya iki birim azaltılması durumunda ortaya çıkan değerlendirme sonuçlarının 1.525 milyon TL ile 2.323 milyon TL aralığında olduğu görülmektedir.

Tablo 33: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin Hassasiyet Tablosu

Özsermaye Değeri (milyon TL)	AOSM Değişimi (Yukarıdaki Baz Senaryoya Göre)				
	+2,0%	+1,0%	Aynı	-1,0%	-2,0%
8,67	1.525	1.608	1.697	1.793	1.896
9,67	1.604	1.692	1.788	1.891	2.003
10,67	1.682	1.777	1.879	1.990	2.110
11,67	1.761	1.861	1.971	2.089	2.216
12,67	1.839	1.946	2.062	2.187	2.323

Yukarıdaki tablodan da görülebileceği üzere ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki bir puan veya uç değer FD/FAVÖK çarpanındaki bir birim değişiklik, nihai değeri yaklaşık olarak 90 ila 120 milyon TL seviyesinde değiştirebilmektedir.

Bu tablo, indirgenmiş nakit akımları analizi sonuçlarının varsayımlardaki değişimlere hassas olduğunu göstermektedir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

VI. SONUÇ

Değerleme çalışması kapsamında, indirgenmiş nakit akımları analizi ve piyasa çarpanları analizi incelenmiştir.

Önümüzdeki 10 yıllık projeksiyon döneminde özellikle mevcut makroekonomik koşullardaki oynaklık da uzun vadeli tahminlerin oynaklığını artırıcı bir faktör olmaktadır. Öngörülen varsayımların da yatırımcıdan yatırımcıya değişiklik gösterebileceği dikkate alındığında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %25 oranında ağırlık verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizimizde FD/FAVÖK ve F/K çarpanları birlikte kullanılmıştır. Bunun temel sebebi, özellikle faizlerin mevcut seviyeleri nedeniyle FD/FAVÖK'ün tek başına eksik bir gösterge olabileceğini düşünmemizdir. Bir firma operasyonel olarak FAVÖK'ünü yükseltirken işletme sermayesi ihtiyacı da artıyor olsa bile FAVÖK'ü yüksek olduğu için FD/FAVÖK analizine göre değeri yüksek çıkacaktır. Ama bu firma artan işletme sermayesi finansman ihtiyacı nedeniyle düşük net kâr elde edebilir veya finansman zorluğuna düşebilir. FD/FAVÖK çarpanının bu eksikliği F/K çarpanı ile birlikte kullanılıncaya ortadan kalkacaktır. Kalekim'in temel başarısı özellikle 2019 ve 2020'de operasyonel karını ve işletme sermayesi ihtiyacını aynı anda iyileştirebilmiş olmasıdır. F/K çarpanı da tek başına kullanılırsa tam bir gösterge olmayacaktır, çünkü kârın bir kısmı finansman veya tek seferlik kalemlerden geliyor olabilir. Bu nedenle, her iki çarpan da analize birlikte dâhil edilmiştir.

TÜFE'nin mevcut makroekonomik koşullarda yüksek seviyeleri de uzun vadeli tahminlerin oynaklığını artırıcı bir faktör olmaktadır.

Bütün bu varsayımlar ve hesaplamalar neticesinde;

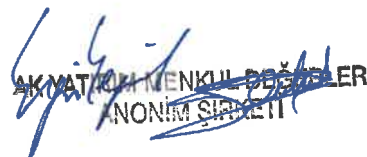
- Piyasa çarpanları analizi sonucuna %75
- İndirgenmiş nakit akımları analizi sonucuna %25

oranında ağırlık verilerek, 1 TL nominal değerli Kalekim payı başına düşen ortalama değer, **16,80 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 34: Kalekim'in 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Özsermaye Değeri

(TL)	Hesaplama Formülü	Çarpan Analizi	İNA Analizi
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer	A	16,14 TL	18,79 TL
Yöntemin Ağırlığı	B	%75	%25
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Ortalama Değer	$C = \sum (A \times B)$	16,80 TL	

Kaynak: ¹Tablo 22, ²Tablo 32

AKMATIC MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Halka Arz İskontosu

Aşağıdaki tablodan da görülebileceği üzere, Kalekim'in halka arz fiyat aralığının;

- Tabanı olan 13,75 TL'in 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.

Tablo 35: Halka Arz Fiyatının Tabanına ve Tavanına Göre İskonto Oranı Hesaplaması

(TL)	Hesaplama Formülü	Taban Fiyat	Tavan Fiyat
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payının Halka Arz Fiyatı	A	13,75 TL	14,75 TL
1 TL Nominal Değerli Kalekim Payı Başına Düşen Değer ¹	B	16,80 TL	
Halka Arz İskontosu	$C = 1 - A \div B$	%18,2	%12,2

Kaynak: ¹Tablo 34


AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

VII. EKLER

Ek 1: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri

Şirket Adı	Ülke	Sektör	Faaliyet Konusu	İşlem Gördüğü Pazar
Afyon Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento ve Klinker Üretimi	Ana Pazar
Akçansa	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento Üretimi, Satışı - Hazır Beton Üretimi, Satışı	Yıldız Pazar
Batı Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Klinker, Çimento ve Agregata Üretimi Satışı	Ana Pazar
Batisöke Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Agregata, Klinker, Çimento Üretimi ve Satışı	Yıldız Pazar
Bursa Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento ve Hazır Beton üretimi ve satışı	Yıldız Pazar
Çimentaş	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento İmalatı	Piyasa Öncesi İşlem Platformu
Çimsa	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento, Klinker ve Hazır Beton Üretim ve Satışı	Yıldız Pazar
Göлтаş Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento, Klinker ve Hazır Beton Üreterek Yurtiçi ve Yurtdışı Piyasalarda Satışa Sunmak	Ana Pazar
Konya Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento ve Klinker Üretimi	Yıldız Pazar
Nuh Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Her Çeşit Klinker, Çimento, Alçı, Kireç, Briket, Kiremit, Eternit, Beyaz Tuğla ve Hazır Beton ve Benzeri Yapı Elemanları ve Yapı Malzemesinin Üretim ve Satışı	Yıldız Pazar
Oyak Çimento	Türkiye	İmalat / Taş ve Toprağa Dayalı	Çimento İmalatı	Yıldız Pazar
DYO Boya	Türkiye	İmalat / Kimya İlaç Petrol Lastik ve Plastik Ürünler	Boya, Vernik, Reçine ve Sair Yüzey Kaplama ve Yapı Malzemeleri	Yıldız Pazar
Marshall	Türkiye	İmalat / Kimya İlaç Petrol Lastik ve Plastik Ürünler	Vernikli Verniksiz Her Nevi Boya Reçine Rafinesi ve Kimyevi Maddeler İmal Etmek	Alt Pazar

AKYATINER MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Ek 2: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri

Şirket Adı	Ülke	Sektör	Faaliyet Konusu
Gurit Holding AG	İsviçre	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Kompozit Materyal Üretimi
Chase Corporation	ABD	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Yapıştırıcı, Derz ve Katkı Maddesi İçeren Koruyucu Materyal Üretimi ve Satışı
Shiny Chemical Industrial Co., Ltd.	Tayvan	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Elektronik ve Endüstriyel Solvent Üretimi ve Satışı
Nan Pao Resins Chemical Co., Ltd.	Tayvan	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Sentetik Reçine, Plastik, Yapıştırıcı, Boya ve Pigment Üretimi ve Satışı
Scapa Group plc	İngiltere	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Yapıştırıcı ve Birleştirici Komponent Üretimi
Uzin Utz AG	Almanya	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	İnşaat Kimyasalları Üretimi
Daxin Materials Corporation	Tayvan	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Geçici Yapıştırıcı ve Birleştirici gibi İnce Kimyasal Madde Üretimi
Tapex Co., Ltd.	Güney Kore	Kimyasal Yapıştırıcı Üreticisi	Yapıştırıcı Şerit Üretimi ve Satışı
Lindab International AB	İsveç	Yapı Malzemesi Üreticisi	İnşaatlar için Sistem Çözümleri Üreticisi
Nitto Boseki Co., Ltd.	Japonya	Yapı Malzemesi Üreticisi	İnşaat Malzemelerinde Kullanılmak üzere, Cam Elyaf gibi Nitelikli ve Özel Kimyasalların Üretimi ve Satışı
Elementia, S.A.B. de C.V.	Meksika	Yapı Malzemesi Üreticisi	İnşaat Sektörü için Yapı Malzemesi Üreticisi
Quanex Building Products Corp.	ABD	Yapı Malzemesi Üreticisi	Yapı Malzemeleri kapsamında Komponent Üretimi
Nippon Aqua Co., Ltd.	Japonya	Yapı Malzemesi Üreticisi	Yalıtım Materyali Üretimi ve Satışı
Masterplast Nyrt.	Macaristan	Yapı Malzemesi Üreticisi	Yüzey Yalıtım Malzemeleri Üretimi
TOA Paint Public Co. Ltd.	Tayland	Boya Üreticisi	Boya ve Boya Kimyasalı Üretimi ve Satışı
Tikkurila Oyj	Finlandiya	Boya Üreticisi	Yüzey Koruma ve Renklendirme amacıyla Dekoratif Boya Üretimi ve Satışı
Berger Paints Bangladesh Limited	Bangladeş	Boya Üreticisi	Likit ve Likit olmayan Boya ve Vernik Üretimi
Yung Chi Paint & Varnish Mfg. Co.,Ltd.	Tayvan	Boya Üreticisi	Boya ve Kaplama Üretimi ve Satışı
Flügger group A/S	Danimarka	Boya Üreticisi	Dekoratif Boya, Ahşap Koruma ve Dolgu Macunu Üretimi ve Satışı
Fabryka Farb i Lakierów Sniezka SA	Polonya	Boya Üreticisi	Boya ve Vernik Üretimi ve Satışı
Samhwa Paints Industrial Co., Ltd.	Güney Kore	Boya Üreticisi	Boya ve Sentetik Reçine Üretimi ve Satışı
Kangnam Jevisco Co., Ltd.	Güney Kore	Boya Üreticisi	Birçok Çeşit Boya ve Kaplama Üretimi ve Satışı

(Handwritten signature)
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Ek 3: Sorumluluk Beyanı

T.C.
BAŞBAKANLIK
SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı

15 Nisan 2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 15.04.2021 tarihli Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Engin Yegül

Ferizan Kızıl

Kurumsal Finansman Müdürü Kurumsal Finansman Yöneticisi

Ek 4: Yetkinlik Beyanı

T.C.
BAŞBAKANLIK
SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı

15 Nisan 2021

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 15.04.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul’ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak “Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı” veya “Türev Araçlar Lisansı”na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü’ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK’nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ

Engin Yegül

Ferizan Kızıl

Kurumsal Finansman Müdürü Kurumsal Finansman Yöneticisi

Ek 5: Lisans Belgeleri

Engin Yegül

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/FA817227-3CBB-45DD-A066-6DD0B8D3C61F>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu	20.02.2007	202350	AKTİF LİSANS

ENGİN YEGÜL, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

SPL Türev Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/FA817227-3CBB-45DD-A066-6DD0B8D3C61F>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu	8.02.2008	300695	AKTİF LİSANS

ENGİN YEGÜL, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ARONİSA ŞİRKETİ

Ferizan Kızıl

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8C59C8D5-C8AC-4149-9610-DA6F78ADC3E1>

SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	15.04.2014	206953	AKTİF LİSANS

FERİZAN KIZIL, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Duygu Haker Şen

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/AB69B5C6-9784-4D02-8EC2-DCED3391E7BD>

SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	16.03.2010	204467	AKTİF LİSANS

DUYGU HAKER ŞEN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız


AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ANONİM ŞİRKETİ