

# **KALESERAMİK, ÇANAKKALE KALEBODUR SERAMİK SANAYİ A.Ş.**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan  
Varsayımlara İlişkin  
Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu  
01 Ocak – 30 Haziran 2025**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin  
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

**29 Ağustos 2025**

## 1. Rapor Konusu

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

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

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

### a) Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özkaynak değeri FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analizi sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

### I. Firma Değeri (FD) / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

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

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

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

**Tablo 1: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı**

<b>Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK</b>		<b>8,6x</b>
FAVÖK*	TL	809.929.512
Şirket Değeri	TL	6.933.804.520
Net Borç	TL	1.730.710.526
<b>Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>TL</b>	<b>5.203.093.994</b>

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

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

**Tablo 2: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı**

<b>Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK</b>		<b>10,4x</b>
FAVÖK*	TL	809.929.512
Şirket Değeri	TL	8.440.915.504
Net Borç	TL	1.730.710.526
<b>Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>TL</b>	<b>6.710.204.978</b>

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Yabancı ve Yerli Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda **5.956.649.486** TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

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

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

## II. F / K Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri Yabancı F/K çarpanı ve Yerli F/K çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmış ve hesaplanan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek Şirket'in F/K çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 9.06.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan, yerli şirketler için 9.06.2023 kapanış itibarıyla "Rasyonet" platformundan elde edilmiştir.

F/K çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin ilgili şirketlerin 31.03.2023 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Kar değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

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

**Tablo 4: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı**

<b>Yabancı Benzer Şirketler F/K</b>		<b>13,4x</b>
Net Kar	TL	1.474.351.806
<b>F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>TL</b>	<b>19.779.974.412</b>

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

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

<b>Yerli Benzer Şirketler F/K</b>		<b>10,0x</b>
Net Kar	TL	1.474.351.806
<b>F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>TL</b>	<b>14.767.658.582</b>

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

**Tablo 6: F/K Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri**

Yabancı Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	TL	19.779.974.412
Yerli Şirketler F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	TL	14.767.658.582
<b>F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri</b>	<b>TL</b>	<b>17.273.816.497</b>

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

**Tablo 7: Piyasa Çarpanları Analizi Özet**

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

## b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in İş Planı baz alınarak, yukarıda detayları anlatılan varsayımlar ışığında hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.

Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmış ve 2029 yılı FVÖK oranının korunacağı varsayılmıştır. Nihai dönem için hesaplanan işletme sermayesi ve yatırım değerleri kullanılmıştır.

2023 yılı için 9 aylık nakit akışı hesaplarken;

- 2023 yılı ilk çeyreğe ait Net Satışlar, FVÖK, Vergi Sonrası Faaliyet Karı, Amortisman, Net İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları tutarı 2023 yılı için projekte edilen tutarlarından düşülmüştür.
- 2023 yılı için projekte edilen işletme sermayesi ve 2023 yıl sonu işletme sermayesi arasındaki fark işletme sermayesi değişimi olarak yansıtılmıştır. Negatif değerın sebebi 2023 ilk çeyrek sonu itibarıyla Şirket stoklarının beklenenden fazla artış göstermesidir. Yıl sonuna kadar satışları sayesinde stoklarını dengeye getirmesi planlanmaktadır.
- 2023 yılı indirgeme faktörü 9 ay için hesaplanmıştır.

Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 31.03.2023 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır. Bir sonraki adımda yıllık AOSM'nin 2 aylık karşılığı ile (değerleme faktörü) ile çarpılarak 31.05.2023 tarihine güncellenmiştir.

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

### 3. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ağırlığı %50-%50 olarak belirlenirken her bir çarpan kendi içerisinde de eşit ağırlıklandırılmıştır.

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

**Tablo 8: Değerleme Yöntemleri Sonuçları**

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

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

### 4. Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

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

**Tablo 9: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı**

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri (TL)
Nominal Sermaye Tutarı	405.388.196
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	11.978.943.964
Halka Arz İskonto Oran	%15,4
Halka Arz İskontolu Piyasa Değerleri	10.134.704.888
<b>Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>	<b>25,00</b>

## 5. Sonuç ve Değerlendirme

17.07.2023 tarihinde Yapı Kredi Yatırım tarafından yayınlanan Fiyat Tespit Raporu (FTR)'nda yer alan projeksiyon verileri TMS 29 standardının uygulanma kararı öncesinde hazırlandığından, raporda enflasyon muhasebesi yöntemi yer almamıştır.

Öte yandan, Şirket'in açıklamış olduğu 2025 yılı 6 aylık finansal sonuçları ise TMS 29 Enflasyon muhasebesi ilkelerine göre düzenlenmiş olduğundan, Yapı Kredi Yatırım'ın yayımladığı fiyat tespit raporundaki yıllık varsayımların %50'si baz alınarak, TMS-29 uygulanmamış ve bağımsız denetimden geçmemiş 2025 6 aylık fiili sonuçları ile karşılaştırılmıştır.

(mio TL)	2025 6 Ay (Fiili) - TMS 29 uygulanmamış	2025 6 Ay (Tahmini) -TMS 29 uygulanmamış	Gerçekleşme Oranı
Net Satışlar	5.740,5	20.906,3	%27,5
Satışların Maliyeti	4.377,0	14.376,1	%30,4
Brüt Kar	1.363,5	6.530,2	%20,9
Faaliyet Giderleri*	1.215,5	2.940,4	%41,3
Amortisman Düz.	198,0	379,7	%52,1
FAVÖK**	346,0	3.969,4	%8,7

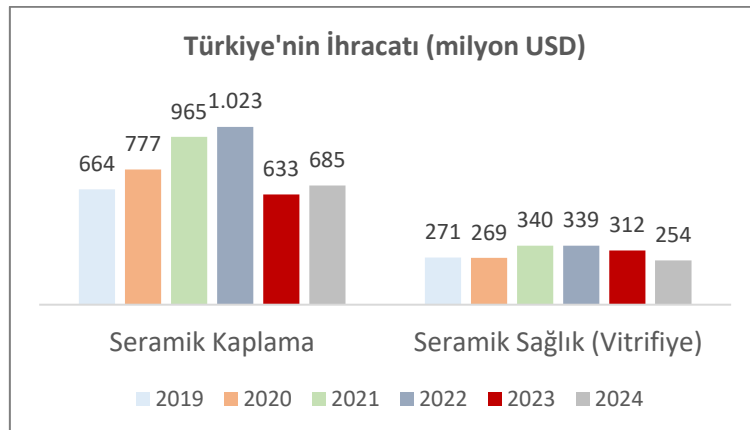
\* Faaliyet Giderleri = Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri + Genel Yönetim Giderleri + Ar-Ge Giderleri

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

2025 yılının ilk yarısında, Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda (FTR) 2025 yılının tamamı için öngörülen hasılatın %27,5'ine ulaşılmıştır.

Ülke olarak ana ihracat pazarımız olan Avrupa'da inşaat sektöründeki durgunluk, AB'nin Türk üreticilere karşı uyguladığı anti-damping vergisi, reel olarak değerlendirilen TL, ülke ihracatı üzerinde baskı yaratmaya devam etmektedir. Öte yandan, ABD'nin açıkladığı gümrük tarifeleri de pazarlardaki belirsizliği artırmıştır.

**İMSAD verilerine göre** 2023 yılında, Türkiye'nin seramik kaplama malzemeleri ve seramik sağlık gereçleri (vitrifiye) ihracatı sırasıyla %38 ve %8 daralmıştı. 2023 yılında yaşanan bu yüksek düşüşe rağmen, 2024 yılında seramik kaplama malzemeleri ihracatındaki artış %8 ile sınırlı kalmış, seramik sağlık gereçlerindeki daralma daha da artarak %19'a yükselmişti. 2025 yılı Ocak-Mayıs verilerine göre ise, seramik kaplama malzemeleri ihracatı %0,2 ile yatay kalmış, seramik sağlık gereçleri ihracatı ise %12 daralmıştır.



Türkiye’de 2024 yılında inşaat sektörü %9,3 büyümesine rağmen, inşaat malzemesi sanayinde üretim artışı yıllık %1,4 olarak gerçekleşmiş, inşaat sektöründeki büyüme, inşaat malzemesi üretimine yansımamıştı. İnşaat sektöründeki büyümenin yarattığı iç talep büyük ölçüde bayiler ve üretici firmaların stoklardan karşılanmıştı.

2025 yılının ilk çeyreğinde de %7,3 büyüyen inşaat sektörü, ekonomik büyümeye pozitif katkı sağlamıştır. Sektörün büyümesindeki ana unsur, deprem bölgesindeki kapsamlı imar ve kentsel dönüşüm faaliyetleridir.

Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği (IMSAD) raporlarına göre, Türkiye’de, 2024 yılında, seramik kaplama malzemeleri üretimi %22, seramik sağlık gereçleri üretimi %26 gerilemişti.

IMSAD’ın Temmuz 2025 raporuna göre ise Ocak-Mayıs 2025 döneminde, Türkiye’de, seramik kaplama malzemeleri üretimi %5,7 artarken, seramik sağlık gereçleri üretimi daralmaya (-%17,9) devam etmiştir.

İç piyasada TÜİK verilerine göre konut satışları artmakla beraber, bu satışların çoğu (%69), yeni üretilen konutlardan ziyade ikinci el satışlardır.

Öte yandan, 2025 yılının ilk çeyreğinde yapı ruhsatı verilen daire sayısı %19 azalmıştır. Yine aynı dönemde, tamamlanmış konutları gösteren yapı kullanım izni verilen daire sayısı da %26 azalmıştır.

Konut üretimindeki bu azalışı teyid eden göstergelerden biri olan, Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği (TÜRKCİMENTO) tarafından yayınlanan iç piyasada çimento satış verilerine göre, Ocak-Nisan 2025 döneminde çimento satışları %2,4 gerilemiştir. Söz konusu dönemde, çimento satışlarında artışın yaşandığı bölgeler, 2023 Şubat depreminden etkilenen Doğu Anadolu, Güneydoğu Anadolu ve Akdeniz bölgesidir.

Bir önceki yılın aynı dönemine göre azalan üretim miktarları ve düşen kapasite kullanım oranlarının yanı sıra, TL’nin reel olarak değerlendirilmesinin ihracat karlılığı üzerindeki olumsuz etki, üretim maliyetlerinde ciddi bir paya sahip olan personel giderlerinde yaşanan artış sebebiyle, brüt kar ve FAVÖK marjlarımız olumsuz etkilenmiş, 2025 yılının ilk yarısında, FTR’de öngörülen yıllık brüt karın %20,9’una, FAVÖK’ün ise %8,7’sine ulaşılmıştır.

2025 yılının ilk yarısı, yatırım, yenileme ve üretim geliştirme çalışmalarımızın öne çıktığı bir dönem olmuştur. Özellikle yılın ikinci çeyreği, üretimden ihracata, pazarlamadan markalaşmaya kadar tüm iş süreçlerinde sürdürülebilir değer yaratma odağının pekiştirildiği, verimliliğe yönelik atılan adımların sonuçlarının görülmeye başlandığı, kar marjlarının iyileştiği bir dönem olmuştur.

Yılın ikinci çeyreğinde iyileşen performansın, yılın ikinci yarısında da sürdürülerek, yıllık finansal sonuçların iyileştirmesi hedeflenmektedir. Enflasyondaki yavaşlama trendinin devam etmesi, buna paralel kredi maliyetlerinin aşağı gelmesi ve ağırlıklı olarak deprem bölgesi ile kısıtlı inşaat faaliyetlerinin genele yayılarak sektörün canlanması, bu hedefe ulaşmayı destekleyecek unsurlar olacaktır.

Saygılarımızla,

**Denetimden Sorumlu Komite**

**Cengiz SOLAKOĐLU**  
Bařkan

**Fahri Okan BÖKE**  
Üye

**Arzu ERDEM**  
Üye