

**Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve
Ticaret A.Ş.****Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ		
	Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	06 - 07 Mayıs 2021
A	Halka Arz Fiyatı	13,75 TL - 14,75 TL
	Borsa Kodu	KLKIM
	Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
	Tahsisat Grupları	%68 Yurt İçi Bireysel, %20 Yurt İçi Kurumsal, %10 Yurt Dışı Kurumsal, %2 Şirket Çalışanları
B	Halka Arz Şekli	15.000.000 TL Sermaye Artırımı, 15.000.000 TL Ortak Satışı
C	Ek Satış	4.500.000 TL Ortak Satışı
D	Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL nominal
E	Halka Arz Sonrası Sermaye	115.000.000 TL nominal
A*B	Halka Arz Büyüklüğü	412.500.000 TL - 442.500.000 TL
A*(B+C)	Halka Arz Büyüklüğü - Ek Satış Dahil	474.375.000 TL - 508.875.000 TL
A*D	Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.375.000.000 TL - 1.475.000.000 TL
A*E	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.581.250.000 TL - 1.696.250.000 TL
B/E	Halka Açıklık Oranı	26,09%
(B+C)/E	Halka Açıklık Oranı - Ek Satış Dahil	30,00%

1. Şirket Profili

Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Kalekim” ve/veya “Şirket”), seramik yapıştırıcıları ve derz dolguları üretimiyle 1973 yılında başladığı faaliyetlerini inşaat sektörünün çeşitli yapı kimyasallarını üreterek ve/veya ürettirerek devam etmektedir.

Yurt dışında Arnavutluk ve Rusya’da olmak üzere iki bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Bağlı Ortaklıklar		
Unvan	Ülke	Sermaye Payı (%)
Kalekim Neon	Arnavutluk	51
OOO Kalekim	Rusya	100

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.’nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirket, tüm ürün tasarım süreçlerini ve yapı kimyasalları ile inşaat boya ve vernikleri sektörüne yönelik yaptığı üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir. Yurt 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 Kalekim, yerel bir iş birliği ile lisanslı üretim modelini başlatmıştır. Bu iş birliği ile Şirket, East African Community (EAC) adı verilen (Burundi, Kenya, Ruanda, Tanzanya, Uganda) Doğu Afrika Ülkeleri’ne hitap etmektedir. Kalekim’in 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.

2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak	Ortaklık Yapısı					
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil	
	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)
H. İbrahim Bodur Holding A.Ş.	93.893.158	93,9%	78.893.158	68,6%	74.393.158	64,7%
Dr. İbrahim Bodur Kaleseramik Eğitim, Sağlık, Sosyal Yard. Vakfı	4.395.688	4,4%	4.395.688	3,8%	4.395.688	3,8%
Bodur Menkul İş Geliştirme San. ve Tic. A.Ş.	1.310.093	1,3%	1.310.093	1,1%	1.310.093	1,1%
Kalemeden Endüstriyel Hammaddeler San. ve Tic. A.Ş.	47.087	0,0%	47.087	0,0%	47.087	0,0%
Kale Holding A.Ş.	174	0,0%	174	0,0%	174	0,0%
Diğer	353.800	0,4%	353.800	0,3%	353.800	0,3%
Halka Açık	0	0,0%	30.000.000	26,1%	34.500.000	30,0%
Toplam	100.000.000	100,0%	115.000.000	100,0%	115.000.000	100,0%

3. Ürünler

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

3.1 Seramik Uygulamaları

Seramik yapıştırıcıları, derz dolgular, astarlar, yüzey bakım ve temizlik ürünleri, mastik ve köpüklerden oluşmaktadır.

3.2 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 yurt içinde hem bayi kanalında hem de kendi adıyla kurulan e-ticaret sitesinde satış yapan Kalekim, yurt dışında Kale Boya markasıyla faaliyet göstermektedir.

3.3 Yalıtım Uygulamaları

Yalıtım uygulamaları altında su yalıtımı ve ısı yalıtımı ürünleri bulunmaktadır.

3.3.1 Su Yalıtımı Uygulamaları

Su yalıtımı ürün gamında çimento, bitüm, poliüretan, akrilik ve tekstil membran esaslı ürünlerle su yalıtım bantları ve yüzey hazırlık malzemeleri bulunmaktadır.

3.3.2 Isı Yalıtımı Uygulamaları

Şirket, 2004 yılında Dow Chemical ve Mardav ile iş birliği yaparak Mavi Kale – Blue’ Safe markası mantolama sistemi oluşturarak ısı yalıtım sektörüne adım atmıştır. Kalekim Isı yalıtım Sistemleri adı altında ısı yalıtım levhaları, yapıştırıcıları, sıvaları, dekoratif kaplamaları ve sistem aksesuarları yer almaktadır.

3.4 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.

4. Satışlar

4.1 Ürün Gruplarına Göre Satış Dağılımı

Net Satışlar (TL)	2018	2019	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*	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

*Isı yalıtımı ve diğer muhtelif satışlardan oluşmaktadır.

4.2 Fabrikalara Göre Satış Dağılımı

Fabrika Adı (TL)	2018	2019	2020
Mersin Kuru Harç	52.426.543	70.884.597	105.384.565
Balıkesir Boya/Sıva	38.343.029	53.756.336	89.090.947
İstanbul Kuru Harç	96.471.295	81.683.632	89.002.764
Isparta Kuru Harç	66.790.627	54.645.141	61.397.056
Balıkesir Kuru Harç	-	26.479.118	57.065.672
Mardin Kuru Harç	24.889.489	34.042.155	48.704.385
Erzurum Kuru Harç	29.732.589	29.870.886	39.348.717
Yozgat Yerköy Kuru Harç	37.732.927	29.977.600	35.233.444
Tiran Kuru harç	-	142.735	1.019.578
Toplam	346.386.499	381.482.199	526.247.127

Fabrika kapasiteleri de aşağıdaki gibidir:

Fabrika Adı	Kuruluş	Kapasite (Ton)	2020 yılı Üretim (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
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

4.3 İhracat

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

Ürün Grubu	2020 İhracat Tutarı (bin USD)		Kalekim İhracat Pazar Payı
	Türkiye	Kalekim	
Çimento Esaslı Fayans Seramik ve Döşeme Plağı için Yapıştırıcılar	27.914	14.127	50,61%
Yapı Son Kat Boyaları (Su Bazlı) + Dış Cepheler için Sentetik Emülsiyon Esaslı Hazır Sıva	34.088	2.644	7,76%
Toplam	62.002	16.771	27,05%

5. Finansallar

5.1 Bilanço

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
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
Dönen varlıklar	165.222.006	211.791.972	295.277.401
Finansal yatırımlar	2.101.904	4.540.553	
Maddi duran varlıkları	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
Duran varlıklar	132.011.282	149.403.876	175.157.147
Toplam varlıklar	297.233.288	361.195.847	470.434.548
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
Kısa vadeli yükümlülükler	101.744.302	190.621.450	208.950.544
Uzun vadeli borçlanmalar	63.785.589	6.187.142	12.826.731
Uzun vadeli yükümlülükler	70.934.420	13.675.119	22.908.844
Özkaynaklar	124.554.566	156.899.278	238.575.160
Sermaye	100.000.000	100.000.000	100.000.000
Geçmiş yıl karları (zararları)	-3.259.471	19.233.941	49.568.558
Net dönem karı	23.653.979	29.431.890	83.920.166
Toplam kaynaklar	297.233.288	361.195.847	470.434.548

5.2 Gelir Tablosu

TL	2018	2019	2020
Hasılat	346.386.499	381.482.199	526.247.127
<i>Büyüme oranı</i>	-	10,1%	37,9%
Brüt kar	108.699.900	136.316.563	205.706.330
<i>Brüt kar marjı</i>	31,4%	35,7%	39,1%
Operasyonel giderler	-78.937.999	-93.389.351	-115.198.980
Esas faaliyetlerden gelirler/giderler	11.475.156	7.071.513	-4.104.577
Finansman öncesi faaliyet karı	41.237.057	49.998.725	86.402.773
Finansman gelir/giderleri	-19.548.954	-17.934.344	-2.934.866
Vergi öncesi kar	21.706.106	33.057.062	93.532.597
Vergi geliri/gideri	1.947.873	-3.786.525	-11.038.040
Net dönem karı	23.653.979	29.270.537	82.494.557
Kontrol gücü olmayan paylar	-	-161.353	-1.425.609
Ana ortaklık payları	23.653.979	29.431.890	83.920.166

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

6. Şirket Değerlemesi

Kalekim'in halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi kullanılmıştır.

6.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde "Firma Değeri/FAVÖK – FD/FAVÖK" ve "Fiyat/Kazanç – Piyasa Değeri/Net Kar" çarpanları dikkate alınmıştır.

Benzer şirketler	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Yurt İçi	11	30,7
Yurt Dışı Kimyasal Yapıştırıcı	13,2	18,1
Yurt Dışı Yapı Malzemesi	11	20
Yurt Dışı Boya	11,9	22,9

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.

Su yalıtım ve diğer ürünlerinin satışlardaki toplam payı yaklaşık %12 olduğu için uluslararası yapı malzemesi üreticilerinin çarpanları %10 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Kalekim boya ve ürünlerinin net satışlar içindeki payı da yaklaşık %14 olduğu için uluslararası boya üreticilerinin çarpanları %15 ağırlık ile değerlendirilmiştir.

Bu kapsamda çarpan analizi sonucu elde edilen pay değeri 16,14 TL olmuştur.

		Yurt İçi	Yurt Dışı Kimyasal Yapıştırıcı	Yurt Dışı Yapı Malzemesi	Yurt Dışı Boya
FD/FAVÖK	A	14,3	13,2	11	11,9
Kalekim FAVÖK	B	109.726.566			
Firma değeri	C=A*B	1.569.089.894	1.448.390.671	1.206.992.226	1.305.746.135
Net nakit	D	86.510.913			
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	E	28.112.495			
Kar payı düzeltmesi	F	12.500.000			
Özsermaye değeri	G=C+D+E-F	1.671.213.302	1.550.514.079	1.309.115.634	1.407.869.543
Sermaye	H	100.000.000			
Pay Başına Değer	I=G/H	16,71	15,51	13,09	14,08
Ağırlık	J	50%	25%	10%	15%
Nihai pay değeri	K=Σ(IxJ)	15,65			
		Yurt İçi	Yurt Dışı Kimyasal Yapıştırıcı	Yurt Dışı Yapı Malzemesi	Yurt Dışı Boya
F/K	A	19,7	18,1	20	22,9
Kalekim Net Kar	B	83.920.166			
Özsermaye değeri	C=A*B	1.653.227.270	1.518.955.005	1.678.403.320	1.921.771.801
Sermaye	D	100.000.000			
Pay Başına Değer	E=C/D	16,53	15,19	16,78	19,22
Ağırlık	F	50%	25%	10%	15%
Nihai pay değeri	G=Σ(ExF)	16,62			
Çarpan Analizi ile Ulaşılan Pay Değeri		16,14			

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımları

6.2.1 AOSM

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti							
	Hesaplama	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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	$D=A+(B*C)$	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	$I=(D*H)+(E*(1-F)*G)$	19,7%	19,5%	19,7%	19,8%	19,9%	19,6%

6.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonu

Milyon TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	346	381	526	753	923	1079	1241	1417	1573	1746	1938	2151	2388
FAVÖK	36	56	110	157	191	221	253	289	321	354	392	431	475
Esas Faal. Karı	30	43	91	137	168	196	226	259	288	321	359	398	442
Vergi Oranı	22%	22%	22%	23%	21%	18%	18%	18%	20%	20%	20%	20%	20%
EFK Vergisi	-6,6	-9,4	-19,9	-31,5	-35,3	-35,3	-40,7	-46,6	-57,6	-64,2	-71,8	-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
İşle. Ser. Deği.		21,3	25,4	-4,0	-2,1	-1,5	-1,8	-2,2	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Sermaye Nakit Akımı		51,4	83,3	55,4	90,6	145,6	168,9	195,2	227,4	253,8	284,2	315,4	350,6
Sermaye Nakit Akımı Değişimi			62,2%	-33,5%	63,6%	60,7%	16,0%	15,5%	16,5%	11,6%	12,0%	11,0%	11,2%
Sermaye Nakit Akımı/Satışlar		13,5%	15,8%	7,4%	9,8%	13,5%	13,6%	13,8%	14,5%	14,5%	14,7%	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%
İndirgenmiş Nakit Akımı				53,7	73,2	98,4	95,3	91,7	89,4	83,6	78,1	72,5	67,4
İNA Toplamı							803,3						

Uç değer hesaplaması 2030 yılında elde edeceği öngörülen FAVÖK'ün 10,67 katı olarak düşünülmüştür. 10,67 aşağıdaki şekilde hesaplanmış ve buna göre uç değer bugünkü değeri 974.248.536 TL olmuştur.

		Yurt İçi	Yurt Dışı Kimyasal Yapıştırıcı	Yurt Dışı Yapı Malzemesi	Yurt Dışı Boya
FD/FAVÖK	A	14,3	13,2	11	11,9
Ağırlıklar	B	0,5	0,25	0,1	0,15
Ortalama FD/FAVÖK	$C=\Sigma(A*B)$	13,34			
İskonto Oranı	D	0,20			
İskontolanmış FD/FAVÖK	$E=C*(1-D)$	10,67			
Kalekim 2030 FAVÖK Tahmini	F	474.761.264			
Uç Değer - 2030	$G=E*F$	5.066.652.209			
2030 İndirgeme Oranı	H	5,1996			
Uç Değerin Bugünkü değeri	$I=G/H$	974.248.536			

Buna göre; indirgenmiş nakit akımları analizinde pay değeri 18,79 TL bulunmuştur.

İNA - Pay Değeri	Milyon TL
Firma değeri	1.777
Net nakit	87
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	28
Kar payı düzeltmesi	13
Özsermaye değeri	1.879
Sermaye	100
Pay Başına Değer	18,79

6.3 Değerleme Sonucu

Şirket'in halka arz değerlemesi piyasa çarpanları analizinin %75 ve indirgenmiş nakit akımları analizinin %25 ağırlıklandırılması ile 16,80 TL bulunmuş olup, halka arz fiyat aralığının tabanı %18,2 iskonto ile 13,75 TL ve tavanı ise %12,2 iskonto ile 14,75 TL olarak belirlenmiştir.

	Değerleme	Ağırlık	Pay Fiyatı	Taban Fiyat	Tavan Fiyat
Piyasa Çarpanları	16,14	0,75	12,11		
İndirgenmiş Nakit Akımları	18,79	0,25	4,70		
Pay Fiyatı			16,80		
İskonto Oranı				18,2%	12,2%
Halka Arz Fiyat Aralığı				13,75	14,75

7. Sonuç ve Yorumlar

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket ile ilgili bilgilerin ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin eşit ağırlıklandırılmamasının nedenlerini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını ve bu çarpanların Şirket'in faaliyetlerine uygun bir şekilde ağırlıklandırılmasını da uygun buluyoruz.
- Çarpan analizinde medyan değer kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Projeksiyon dönemine ait varsayımların bir miktar iyimser olduğunu düşünüyoruz.
- Risksiz getiri oranına baz alınan 10 yıllık tahvil faizlerinin son dönemde yükseldiğini ve bunun bir risk oluşturabileceğini belirtmek isteriz.
- Risk priminin düşük olduğunu düşünüyoruz.
- Uç değer hesaplamasında çıkış çarpanı kullanılmıştır, %6,00'lık bir büyüme oranı ile sonsuz büyüme yöntemi sonucunda indirgenmiş nakit akımlarından bulunan değer belirsiz oranda düştüğünü belirtmek isteriz.

Yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında belirlenen halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.