

 **Kale**

KALESERAMİK, ÇANAKKALE KALEBODUR SERAMİK SANAYİ
Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu

14 Haziran 2023

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.


Levent Mahallesi Çarşı Sokak No: 1/A
A Blok D: 21 - 22 - 23 - 24 - 25
34390 Levent / Beşiktaş / İSTANBUL
Sicil No: 257689 | Mersis No: 0388-0023-1910-0016
www.yyatirim.com.tr

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	4
RAPOR ÖZETİ.....	6
Raporun Amacı.....	6
Müşteri.....	6
Değerlemesi Yapılan Varlık, Değerleme Tarihi, Değerleme Para Birimi ve Kullanılan Değerleme Yöntemleri	6
Etik İlkeler	6
Sınırlayıcı Şartlar	7
Sorumluluk Beyanı.....	7
Yönetici Özeti.....	8
Kullanım, Dağıtım veya Yayınlanma Kısıtlamaları.....	8
1. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	9
1.1. Genel Bakış.....	9
1.2. Tarihçe.....	9
1.3. Hissedarlık Yapısı	10
1.4. Faaliyet Konusu	10
1.5. Özet Finansal Durum	13
2. SEKTÖREL BİLGİLER.....	18
2.1. Türkiye İnşaat Sektörü	18
2.2. Türkiye İnşaat Malzemeleri Pazarı	18
2.3. Türkiye Seramik Kaplama ve Seramik Sağlık Gereçleri Pazarları.....	18
2.4. Sektörde Şirket'in Yeri.....	19
3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	21
3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	21
3.2. Piyasa Çarpanları Analizi	21
4. DEĞERLEMeye İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR	22
4.1. Değerlemede Esas Alınan Finansal ve Operasyonel Veriler.....	22
4.2. Projeksiyonlar.....	23
4.3. Benzer Şirketler.....	28
5. DEĞERLEME ÇALIŞMASI	30
5.1. Piyasa Çarpanları Analizi	30
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	34
6. SONUÇ	35

Tablolar

Tablo 1: Piyasa Çarpanları Analizi	8
Tablo 2: Değerleme	8
Tablo 3: Pay Başına Değer	8
Tablo 5: Tarihçe.....	9
Tablo 6: Halka Arz Öncesi ve Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı.....	10
Tablo 7: Fabrika Kapasiteleri.....	11
Tablo 8: Konsolide Finansal Durum	13
Tablo 9: Likidite Oranları	14
Tablo 10: Mali Oranlar	14
Tablo 11: Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu.....	15
Tablo 12: Hasılatın Coğrafi Kırılımı	15
Tablo 13: Hasılatın Ürün Gruplarına Göre Kırılımı	16
Tablo 14: Satışların Maliyet Kırılımı	16
Tablo 15: Net Finansal Borç/FAVÖK hesabı.....	17
Tablo 16: Ticari İşletme Sermayesi	17
Tablo 17: Sanayi Üretimi Büyüme (Bir önceki yıla göre büyüme oranları)	18
Tablo 18: Seramik Kaplama ve Seramik Sağlık Gereçleri Pazarlarındaki Firma Sayıları ve Üretim Miktarları	19
Tablo 19: Türkiye Pazar Büyüklüğü ve Şirket'in Pazar Payı	20
Tablo 20: FAVÖK Hesaplaması ve Net Kar	22
Tablo 21: Net Borç Hesaplaması.....	22
Tablo 22: Makro Varsayımlar	23
Tablo 23: Satış Projeksiyonu.....	24
Tablo 24: Brüt Kar Marjları	25
Tablo 25: Faaliyet Giderleri	25
Tablo 26: Gelir Tablosu	25
Tablo 27: İşletme Sermayesi	26
Tablo 28: Yatırımlar	26
Tablo 29: Amortismanlar	27
Tablo 30: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	28
Tablo 31: Yerli Benzer Şirket Açıklamaları.....	28
Tablo 32: Yabancı Benzer Şirket Açıklamaları.....	29
Tablo 33: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı.....	30
Tablo 34: Yabancı Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı.....	30
Tablo 35: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı.....	31
Tablo 36: Yerli Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı.....	31
Tablo 37: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri	31
Tablo 38: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanı	32
Tablo 39: Yabancı Benzer Şirketler F/ K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	32
Tablo 40: Yerli Benzer Şirketler F / K Çarpanı	33
Tablo 41: Yerli Benzer Şirketler F / K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	33
Tablo 42: F/K Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri.....	33
Tablo 43: Piyasa Çarpanları Analizi Özet.....	33
Tablo 44: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi	34
Tablo 45: Değerleme Yöntemleri Sonuçları	35
Tablo 46: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı.....	35

KISALTMALAR

KISALTIMA	TANIM
Ak Yatırım	Ak Yatırım Menkul Değerler AŞ
AR	Augmented Reality (Artırılmış Gerçeklik)
AR-GE	Araştırma Geliştirme
Artizan Karo	Endüstriyel Olmayan El Yapımı Seramikler
Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
ÇEVKO	Çevre Koruma ve Ambalaj Atıklarını Değerlendirme Vakfı
CWR	Ceramic World Review (Seramik Dünya İncelemesi)
Dr	Doktor
EFQM	European Foundation for Quality Management (Avrupa Kalite Yönetim Vakfı)
EPD	Environmental Product Declaration (Çevresel Ürün Beyanı)
FAVÖK	Faiz, amortisman ve vergi öncesi kar
FELDSPAT	Cam, seramik, kaynak elektrotları ve boya sanayisinde kullanılan önemli bir endüstriyel hammaddedir. Özellikle sodyum ve potasyumlu feldspatlar olmak üzere, dünya feldspat üretiminin % 60'ı cam, %35'i seramik sanayiinde, %5'i kauçuk, plastik ve boya sanayilerinde dolgu malzemesi olarak kullanılmaktadır.
Frit	İnce öğütülmüş inorganik seramik hammaddelerinin, belli reçete oranlarında toz halde karıştırılarak, frit fırınlarında ~1550 °C de ergitilmesi sonucu oluşan eriyik haldeki sıvı camın, yaklaşık ~30 °C deki soğuk su ile şoklanıp, cam kırıkları şeklinde elde edilmesi ile oluşan yapıdır. Frit öncelikli olarak bir çeşit camdır. Seramik kaplama malzemelerinin ve seramik sofa eşyalarının sırlarının ana bileşenidir. Bilyalı seramik sır değirmenlerinde su ile birlikte öğütülerek sır haline getirilen frit, seramik bünyelere sır halinde uygulanarak pişirilir ve karonun yüzeyindeki antibakteriyel, çizilme ve darbeye dayanıklı parlak camsı sır denilen yapıyı oluşturur.
FVÖK	Faiz, vergi öncesi kar
GfK	GfK Araştırma Hizmetleri A.Ş.
ISO	International Organization for Standardization (Uluslararası Standardizasyon Kuruluşu), dünya çapında standartları geliştirmek, uluslararası iletişim ve iş birliğini artırmak ve uluslararası ticaretin adil büyümesini teşvik etmek amacıyla 1947 yılında kurulmuş olan bir sivil toplum kuruluşudur.
İMSAD	İnşaat Malzemeleri Sanayicileri Derneği
İNA	İndirgenmiş Nakit Akım Analizi
İSG	İş Sağlığı ve Güvenliği
Kaleseramik, Şirket, İhraççı, Ortaklık	Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi AŞ
KAOLEN	Kaolin ya da kaolen, granit kayalardan elde edilen bir kil türüdür. Bazı seramiklerin ve porselenlerin yapımında kullanılır.
KKTC	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
Masse	Seramik hammaddelerinin ayrı veya karışım halinde şekillendirmeye uygun bir kıvamdaki masse (çamur) haline getirme için uygulanan tüm işlemler "seramik masse hazırlama" olarak adlandırılmaktadır.

KISALTIMA	TANIM
M2	Metre Kare
OHSAS	Occupational Health and Safety Management Systems (İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi)
Rölief	Karonun yüzeyine 3 boyut kazandıran kabartma
SKM	Seramik Kaplama Malzemeleri
Slab	Büyük ebat ve çeşitli kalınlıklarda levha karo
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SSG	Seramik Sağlık Gereçleri
"T.C." veya "Türkiye"	Türkiye Cumhuriyeti
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
Vb.	Ve Benzeri
Yapı Kredi Yatırım	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler AŞ

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.

Levent Mahallesi Çamert Sokak No:1
A Blok Kat: 22 - 23 - 24 - 25
3. Üstü Kat Kat: Besiktas / İSTANBUL
Sic. No: 276399 | Mersis No: 0388-0023-1910-001
www.yatirim.com.tr

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Yapı Kredi Yatırım") ile Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. ("Şirket") arasında 16.01.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer in 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 bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesine uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-028 (286) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Yapı Kredi Yatırım, 13.01.2022 tarihli ve 2/56 sayılı Kurul kararı uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamındaki Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almak amacıyla başvurusunu gerçekleştirmiş olup, rapor tarihi itibarıyla, 06.10.2022 tarihli ve 58/1477 sayılı Kurul kararı uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Müşteri

İşbu Fiyat Tespit Raporu Şirket ve Yapı Kredi Yatırım arasında 16.01.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır. Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Kaleseramik olarak kalacaktır.

Değerlemesi Yapılan Varlık, Değerleme Tarihi, Değerleme Para Birimi ve Kullanılan Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu kapsamında hazırlanan değerlendirme çalışmasında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 14 Haziran 2023'tür.

Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası (TL) kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında Pazar Yaklaşımı olarak Piyasa Çarpanları Analizi, Gelir Yaklaşımı olarak İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri kullanılmıştır.

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

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip, 8 yılın üzerinde Kurumsal Finansman tecrübesi, 4 yılın üzerinde İş Geliştirme tecrübesi olmak üzere 12 yılın üzerinde tecrübesi olan ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 206621) sahibi, Boğaziçi Üniversitesi Elektrik-Elektronik Mühendisliği lisans mezunu Yapı Kredi Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü Gökhan Köroğlu tarafından yönetilmiştir.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) kapsamında

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.

Levent Mahallesi Çarşı Sokak No: 14

A Blok Kat: 11-22-23-24-25-27

34390 Levent / Beşiktaş / İSTANBUL

Sicil No: 276699 | Mersis No: 0388-0023-1910-0016

www.yatirim.com.tr

yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu ve aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde 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.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, 31 Aralık 2021 ve 2020 hesap dönemlerine ilişkin finansal tablolar ve Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından söz konusu dönemlere ilişkin hazırlanan bağımsız denetim raporu ile 31 Aralık 2022 ve 31 Mart 2023 hesap dönemlerine ilişkin finansal tablolar ve PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 31 Aralık 2022 ve 31 Mart 2023 hesap dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporları, Bloomberg, Rasyonet veri tabanlarından, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin iş planı, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Yapı Kredi Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

Yapı Kredi 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 tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortağının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

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

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık 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, bu Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

Yönetici Özeti

Değerleme Çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları Analizi başlığı altında FD/FAVÖK ve F/K çarpan analizleri yerli benzer şirketler ve yabancı benzer şirketlere sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilerek hazırlanmıştır.

Tablo 1: Piyasa Çarpanları Analizi

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

Tablo 2: Değerleme

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

Değerleme sonucunda Şirket Özsermaye Değeri iskonto öncesi 11.978.943.964 TL olarak hesaplanmıştır. %15,4 iskonto sonrası pay başına değer 25,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 3: Pay Başına Değer

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

Kullanım, Dağıtım veya Yayınlanma Kısıtlamaları

İşbu Fiyat Tespit Raporu muhatabı olan Şirket'in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliğ hükümleri gereğince KAP'da yayınlanacak olan bu rapor Yapı Kredi Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Levent Mahallesi Etiler Sokak No:1A

Blok D:1 - 22 - 23 - 24 - 25 Kat:7

34390 Levent - Beşiktaş / İstanbul

Sicil No: 257689 | Tic. Sic. No: 0388-0023-1910-0016

www.yatirim.com.tr

1. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

1.1. Genel Bakış

Kaleseramik, Esas Sözleşmesi'nin 4. maddesinde belirtilmiş olan faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere kurulmuş olup, ana faaliyet konuları, bütün çeşitleri ve şekilleri ile beyaz ve renkli dekoratif ve artistik duvar karosu, yer karosu, granit, slab - sinterflex, cephe kaplaması, rölie, mozaik, artizan karo; seramik sağlık gereçleri, armatür ve diğer banyo tamamlayıcı tesisat malzemeleri, aksesuar malzemeleri, banyo mobilyaları; mutfak tezgahı; slab - sinterflex porselenden mamul masa tablaları, masa ve mobilyalar; seramik ve porselen sofa ve mutfak eşyaları üretimi, ithali, ihracı, satış ve pazarlamasını yürütmektedir.

Kaleseramik mevcut durumda üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir. Türkiye sınırları içerisinde Çanakkale Çan ve Yozgat Yerköy'de seramik kaplama malzemeleri, dekor, sofa ürünleri, frit ve diğer ara mamulleri; Çanakkale Semedeli lokasyonunda seramik sağlık gereçleri ve diğer tamamlayıcı sihi tesisat ve banyo ürünleri; Balıkesir Bandırma fabrikasında banyo mobilyası, porselen tabla ve bu tabladan mamul mobilya ürünleri üretimini yapmaktadır.

Kaleseramik, ürünlerini yurt içi pazarda 3 kanal vasıtasıyla tüketicilerine ulaştırmaktadır. Bunlar perakende, yapı market ve kurumsal kanallardır. Bayi dağıtım ağı sayesinde, yurt içinde tüm illerde 123 münhasır bayi, 349 tali bayi, 6 Kale mağazası ve 55 yapı market olmak üzere 533 muhtelif satış noktasında Kaleseramik ürünlerine ulaşılabilir. Yurt dışı pazarda ise faaliyet gösterilen 86 ülkede perakende ve kurumsal kanal aracılığıyla ürünler 164 farklı bayi ve muhtelif satış noktaları ile kanalı yönetmenin yanı sıra 150 farklı büyük projede yer almıştır.

1.2. Tarihçe

Tablo 4: Tarihçe

Tarih	Gelişme
1956	Çanakkale Seramik Fabrikaları Ltd. kurulmuştur.
1957	Seramik karo üreticisi olacak olan fabrikanın temeli atılmıştır.
1958	1956 yılında limited olarak kurulan Şirket, nevi değiştirerek anonim şirkete dönmüş, unvanı Çanakkale Seramik Fabrikaları A.Ş. olmuştur.
1962	Şirket ilk seramik karo ihracatını gerçekleştirmiştir.
1972	Yer karosu üreticisi olan Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. kurulmuştur.
1987	Kalefrit Silikat Mamülleri Sır ve Boya Sanayi Ticaret A.Ş. kurulmuştur.
1993	Semedeli Vitrifiye Fabrika'sı üretime başlamıştır.
1994	ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi Sertifikası almıştır.
2000	Duvar karosu şirketi olan Çanakkale Seramik Fabrikaları A.Ş. ile yer karosu şirketi olan Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. 2000 yılında Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. olarak tek çatı altında birleşmişlerdir.
2002	Baskılan yapılmış olan karolara istenen derinlikte kaya strukturunun verilebilmesi için ikinci kez pres uygulanması teknolojisi olan Twinpress ¹ teknolojisi kullanılmaya başlanmıştır.
2004	ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi Sertifikası almıştır.
2005	Büyük ebatlı porselen seramik levha üretimine imkan sağlayan Kalesinterflex teknolojisine yatırım yapılmış ve slab-sinterflex üretimine başlamıştır.
2007	Yerköy fabrikası kurulmuş ve üretime başlamıştır.
2007	Bandırma Mobilya Fabrika'sı üretime başlamıştır.
2007	OHSAS 18001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi Sertifikası almıştır.
2011	ISO 50001 Enerji Yönetim Sistemi Sertifikası almıştır.
2012	Türkiye'de tüm seramik ürünlerini, küresel iklim değişikliği ve işletmelerin çevresel etkilerinin azaltılması amacı ile sürdürülebilirlik, kalkınma ve tüketici davranışları göstergesi olan EPD ² sertifikası ile belgelemiştir.
2013	Kalevit Saniter Seramik Sanayi A.Ş., devrolma yoluyla Kaleseramik, Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş. ile birleşmiştir. Birleşme sonucu Şirket'in faaliyet konusuna; vitrifiye, akrilik küvet, duş teknesi, duş sistemleri, gömme rezervuar, banyo ve mutfak mobilyaları üretimleri ilave olmuştur. Halen de bu alanlarda üretimine devam etmektedir.
2013	Üretim tesislerinde yapılan iyileştirmeler sonucunda Kaleseramik tesisi 2013 yılında Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından "Türkiye'nin En Verimli Endüstriyel Tesisi" seçilmiştir.

¹ Twinpress; Baskıları yapılmış olan karolara istenilen derinlikte kaya strukturunun verilebilmesi için ikinci kez baskı uygulanması teknolojisi.

² EPD: Environmental Product Declaration (Çevresel Ürün Beyanı)

2014	ISO 10002 Müşteri Memnuniyeti Yönetim Sistemi Sertifikası almıştır.
2014	Smart Yıkama Klozet ve Asma Klozet Entegre Montaj Seti ile Altın Çekül Yapı Ürün Ödülü alınmıştır.
2014	İstanbul Sanayi Odası Çevre ve Enerji Ödüllerinde 3 ödül kazanmıştır. (Enerji Verimliliği Uygulama Kategorisi'nde Birincilik, Çevre Dostu Uygulamada İkincilik, İnovatif Çevre Dostu Ürün İkincilik)
2015	Slab-Sinterflex 2 fabrikasının temeli atılmıştır.
2015	Smart Edge lavabolar ile Altın Çekül Yapı Ürün Ödülü alınmıştır.
2015	Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Verimlilik Ödüllerinde Üçüncülük Ödülü alınmıştır.
2016	Seramik Kaplama Malzemelerimizin tümü için Greenguard Gold Sertifikası alınmıştır.
2016	Slab-Sinterflex 1 fabrikası içerisine ikinci slab-sinterflex üretim hattı ve yeni duvar karosu masse hazırlık tesislerinin açılışlarını gerçekleştirmiştir. Bu fabrikalar ile ince karo üretim kabiliyeti ve kapasitesini artırarak, büyük ebatlı karoda ürün çeşitliliği artırmıştır.
2017	Altın Çekül Fikir Ödülü Birincilik Ödülü - Kale Yapı Köpüğü ile alınmıştır.
2017	İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği (İMSAD) Çevre alanında Üçüncülük Ödülü alınmıştır.
2017	İMSAD Geleceğe Yatırım İkincilik Ödülü alınmıştır.
2017	ISO 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi Sertifikası almıştır.
2018	Çevko Yeşil Nokta Sanayi Ödüllerinde Teşvik ödülü alınmıştır.
2021	T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı - Verimlilik Proje Ödülü Arge kategorisinde birincilik ödülü alınmıştır.
2021	ISO 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi'ne geçiş sertifikası almıştır.
2021	Sürdürülebilir İş Ödülü, Atık Yönetimi Kategorisinin kazananı Kaleseramik olmuştur.
2022	Slab-Sinterflex 2 Fabrikası içerisinde yeni üretim hattı yatırımına başlanmıştır.

1.3. Hissedarlık Yapısı

Tablo 5: Halka Arz Öncesi ve Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı

Ortağın Adı-Soyadı / Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
H.İbrahim Bodur Holding AŞ	315.205.880,62	77,75	315.205.880,62	61,23
Victory International AG	74.000.000,00	18,25	74.000.000,00	14,38
Hatice Zeynep Bodur Okyay	8.049.676,5	1,99	8.049.676,5	1,56
Dr.(H.C) İbrahim Bodur Kaleseramik Eğitim, Sağlık ve Sosyal Yardım Vakfı	2.912.500,95	0,72	2.912.500,95	0,57
Kale Holding AŞ	75,00	0,00002	75,00	0,00001
Diğer	5.220.062,44	1,29	5.220.062,44	1,01
Halka Açık Kısım	-	-	109.390.465,00	21,25
GENEL TOPLAM	405.388.195,51	100,00	514.778.660,51	100,00

1.4. Faaliyet Konusu

Ürünler

- Seramik Kaplama Malzemeleri:** Bütün çeşitleri ve şekilleri ile beyaz ve renkli dekoratif ve artistik duvar karosu, yer karosu, granit, slab - sinterflex, cephe kaplaması, rölief, mozaik, artizan karo ürünlerinden oluşmaktadır.
- Seramik Sağlık Gereçleri:** Klozet, lavabo, hela taşı, bide, seramik rezervuar ve diğer tüm bileşenleri ile vitrifiye ürünlerini kapsamaktadır.
- Banyo Tamamlayıcılar ve Aksesuarlar:** Armatür, gömme rezervuar, klozet kapağı ve diğer banyo tamamlayıcı tesisat malzemeleri ile banyo aksesuar malzemelerini kapsamaktadır.
- Banyo Akrilik & Kabin:** Duş kabinleri, tekne ve küvetleri kapsamaktadır.
- Banyo Mobilyaları:** Lavabo dolabı, boy dolabı, ayna ve diğer tüm banyo mobilya ve gereçlerini kapsamaktadır.
- Mutfak Tezgahı:** Tek parça levha veya sinterflex plakaların laminasyonundan elde edilen teknik porselen mutfak tezgahı ürünlerini kapsamaktadır.
- Mobilya:** Levha porselenden mamül masa tablaları, masa ve diğer tüm yaşam alanı mobilyalarını içeren ürün grubudur.

- h. **Atölye Kale Sofra ve mutfak eşyaları:** Artizan sır ve kişiselleştirilmiş tasarımlar ile üretilen el yapımı mutfak eşyaları ve dekoratif süsleri kapsamaktadır.
- i. **Frit:** İnşaat seramikleri üretiminin ana hammaddelerinden olup Şirket bünyesinde üretilmekte ve Şirket'in iştiraki olan Kalefrit ile piyasaya sunulmakta olan ürün çeşididir.

Müşteriler ve Satış Kanalları

Kaleseramik'in temel müşteri grupları, her grubun kendi içinde kırılımlarıyla beraber, mimar/ müteahhit, bayi ve nihai müşteridir. Kaleseramik mağazaları aracılığıyla nihai müşteriye direkt olarak ulaşan Kaleseramik, sektörde AR (Augmented Reality-Artırılmış Gerçeklik) teknolojisi ile ürünleri canlı deneyimleme fırsatı sunan Kale Core uygulaması ile nihai müşteri ulaşılabilirliğini günden güne artırmaktadır.

Tanımlanan hedef müşterilere, bayi dağıtım ağı, yapı marketler, Kaleseramik mağazalarıyla ulaşılmaktadır. Kaleseramik yurt içinde geniş bayi ağı ve yurt dışında distribütör yapılanmasıyla ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir. Kaleseramik ürünleri, yurt içinde toplam 123 münhasır bayi, 349 tali bayi, 6 Kaleseramik Mağazası ve 55 yapı market mağazası, yurt dışında ise 98 perakendeci ve 66 distribütör aracılığı ile tüketicileriyle buluşmaktadır. Bunlara ek olarak dahil olduğu projeler ile yurt içi başta olmak üzere birçok bölgede nihai tüketiciye ulaşmaktadır.

İhracat

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

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

Kaleseramik yurt dışında büyüme stratejisi kapsamında, bölgesel ve global fuarlara katılım, ziyaret, pazara özel ürün geliştirme, ülkeye ve bölgeye özel belgelendirme çalışmaları, işbirlikleri ve bayi yapılanmaları, mağazalaşma, lokal personel istihdamı gibi faaliyetlerle hem marka bilinirliğini arttırmayı hem de Pazar payını büyütmeyi hedeflemektedir.

Tesisler

31.12.2022 itibari ile Şirket'in SKM kurulu kapasitesi yıllık 62 milyon m2 olup, etkin üretim kapasitesi mevcut ürün gamında 56 milyon m2, vitrifiye kapasitesi 1,14 milyon adet, banyo mobilya kapasitesi ise 84 bin modül olup 2020, 2021, 2022 yılları ve 2023 1. Çeyrek dönemi için yıllık fabrika kapasiteleri aşağıda tablo halinde sunulmuştur.

Tablo 6: Fabrika Kapasiteleri

Fabrika Adı	Ölçü Birimi	31.12.2020 Kapasite*	31.12.2021 Kapasite*	31.12.2022 Kapasite*	31.03.2023 Kapasite*
Yer Karosu Fabrikası -1	m2	2.880.000	2.880.000	2.880.000	2.880.000
Yer Karosu Fabrikası -2	m2	5.400.000	5.400.000	5.400.000	5.400.000
Yer Karosu Fabrikası -3	m2	6.840.000	6.840.000	6.840.000	6.840.000
Yer Karosu Fabrikası -4	m2	5.760.000	5.760.000	5.760.000	5.760.000
Yerköy Fabrikası	m2	6.120.000	6.120.000	6.120.000	6.120.000
Duvar Karosu Fabrikası - 1	m2	13.500.000	13.500.000	13.500.000	13.500.000
Duvar Karosu Fabrikası -2	m2	7.089.840	7.089.840	7.089.840	7.089.840
Slab-Sinterflex Fabrikası -1	m2	1.644.840	1.644.840	1.644.840	1.644.840

Fabrika Adı	Ölçü Birimi	31.12.2020 Kapasite*	31.12.2021 Kapasite*	31.12.2022 Kapasite*	31.03.2023 Kapasite*
Slab-Sinterflex Fabrikası -2	m2	5.400.000	5.400.000	5.400.000	5.400.000
Trim- Dekor Fabrikası	m2	1.374.840	1.374.840	1.374.840	1.374.840
Vitrifiye Fabrikası	Adet	1.140.000	1.140.000	1.140.000	1.140.000
Akrilik Fabrikası	Adet	60.000	60.000	60.000	60.000
Gömme Rezervuar Üretim Tesisi	Adet	216.000	216.000	216.000	216.000
Klozet Kapağı Fabrikası	Adet	180.000	180.000	240.000	240.000
Mobilya Fabrikası	Modül	84.000	84.000	84.000	84.000

(*Kapasiteler mobilya fabrikası için tek vardiya, diğer fabrikalar için 3 vardiya çalışma düzeni üzerinden yıllık olarak hesaplanmıştır.

Tedarik Zinciri ve Lojistik Yönetimi

Şirket, üretimdeki hammaddelerinin büyük bir bölümünü oluşturan kil, kaolen, feldspat tedariki için grup şirketlerinden Kalemaden ile çalışmaktadır. Yine tedarik zincirinin önemli bir parçası olan nakliye ve depo yönetimi için grup iştiraki olan Kale Nakliyat'tan hizmet almaktadır.

Üretimde kullanılan hammaddelerin pek çoğu yurt içi tedarikçilerden sağlanmaktadır. Buna karşın en önemli kaynaklardan olan ve özel bünyelerde kullanılan kilin bir kısmı genellikle Ukrayna veya Rusya menşeli ithal hammaddelerdir. Özel ürünler için kullanılan artizan sır ve boyalar da ithal hammaddeler arasında olup başta İtalya ve Almanya gibi ülkeler olmak üzere muhtelif ülkelerden sağlanmaktadır.

Üretim faaliyetlerinin diğer önemli girdilerinden olan enerji grubunda doğalgaz tedariki yapılan yıllık sözleşmeler ile güvence altına alınmaktadır. Elektrik tedariki için ise Şirket elektriği satın alınanın yanı sıra kendi kojenerasyon tesisi ile faaliyetlerde kullanılan elektrik arzını sağlamaktadır.

AR-GE Çalışmaları

Kaleseramik bünyesinde 1973 yılında başlatılan ilk sistematik araştırma ve geliştirme çalışmaları ile bugünkü Çanakkale-Çan ilçesinde AR-GE ve Inovasyon merkezinin temelleri atılmıştır. Yaklaşık 30 milyon TL'lik yatırımla 1500 m²'lik kapalı alanda kurulu Kaleseramik Ar-Ge Merkezi 2012 Nisan ayında faaliyete geçmiştir.

Pazarlama ve İletişim

Kaleseramik, gerek nihai tüketicilerin gerek kanaldaki müşterilerin taleplerini karşılamak adına perakende kanalda mağazalar, bayiler, tali bayiler, yapı market kanalı, yetkili servisler; kurumsal kanalda büyük müteahhitler, yurt dışı müteahhitler, zincir mağazalar ve bölgesel müteahhitler ve mimari ofisler, dış cephe uygulamacıları, turizm bölgeleri, farklı kaplama iş alanları için alt müşteri kırılımlar bazında özel stratejiler takip edilerek müşteriye odağa alan bir anlayışla pazarlama faaliyetleri sürdürülmektedir.

Lüks segment müşterilerin taleplerini karşılamak amacıyla oluşturulan çoklu marka stratejisi çerçevesinde markalarla işbirliği çalışmaları yürütülmektedir, çoklu marka iş birliklerine yer verilen yeni konsept doğrultusunda mağaza, fuar, teşhir ve lansman faaliyetleri düzenlenmektedir.

Satış Sonrası Hizmetler ve Teknik Servis Altyapısı

Kaleseramik ürettiği tüm ürünler hakkında müşteriler ve sorumluluk taşıdığı üçüncü kişiler tarafından gelen bildirimleri 2014 yılından itibaren TS ISO 10002 Müşteri Memnuniyet Yönetim Sistemi kapsamında değerlendirmektedir.

Müşteriden gelen her türlü geri bildirim dijital sistemlerde kayıt altına alınmakta, uçtan uca takip edilmekte ve alt süreçler sürekli ölçülmektedir. Bu değerlendirmeler bütünüyle müşteri deneyimi ve müşteri bakış açısı ile yapılmaktadır. Müşterilere en iyi hizmeti verebilmek, hizmet kalitesi ve ürün kalitesini sürekli geliştirmeye yönelik operasyonlar üst yönetim katılımı ile aylık olarak gözden geçirilmektedir. Tespit edilen gelişim alanlarında ilgili birimlerce düzeltici faaliyetler ve aksiyon takip sistemleri kullanmak sureti ile gelişim projeleri kurgulanmaktadır.

EFQM Modeli Uygulaması

2022 yılından itibaren Avrupa Kalite Yönetimi Vakfı tarafından geliştirilmiş kurumsal performans yönetimi aracı olan 'Toplam Kalite Yönetim Modeli' Şirket tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Şirket genelinde yürütülen tüm çalışmalar Operasyonel Mükemmellik Departmanı tarafından koordine edilmektedir. 2023 yılında EFQM yürütme kurulunun kurulması planlanmaktadır.

1.5. Özet Finansal Durum

Tablo 7: Konsolide Finansal Durum

(TL)	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	31 Aralık 2022	31 Mart 2023
Dönen varlıklar	830.108.715	2.083.481.601	3.328.311.101	4.277.171.893
Nakit ve nakit benzerleri	46.873.599	827.686.058	232.525.311	583.294.462
Finansal Yatırımlar			97.201.300	116.109.346
Ticari alacaklar	456.198.394	718.188.340	1.119.685.366	1.518.865.817
- ilişkili taraflardan ticari alacaklar	5.892.016	8.576.504	27.905.472	23.428.347
- ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	450.306.378	709.611.836	1.091.779.894	1.495.437.470
Diğer alacaklar	24.536.135	17.592.343	81.137.052	102.055.826
- ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	24.536.135	17.592.343	81.137.052	102.055.826
Stoklar	286.037.844	446.653.135	1.490.432.808	1.698.018.936
Peşin ödenmiş giderler	13.291.606	50.538.587	94.788.127	134.968.631
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	1.524.854	1.535.188	119.991.761	76.645.072
Diğer dönen varlıklar	1.646.283	21.287.950	92.549.376	47.213.803
Duran varlıklar	517.484.691	624.040.377	1.826.677.588	2.203.016.902
Finansal yatırımlar	5.124.879	18.016.935	39.568.611	36.139.083
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	1.381.993	3.283.872	6.389.445	7.388.208
Peşin ödenen giderler	-	7.596.064	-	-
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	16.681.755	26.237.390	125.006.563	122.724.128
Maddi duran varlıklar	383.576.764	448.903.425	885.422.504	1.013.180.390
Maddi olmayan duran varlıklar	42.900.431	50.496.852	72.881.466	82.340.365
Kullanım hakkı varlığı	20.941.570	20.045.516	27.597.014	33.013.228
Ertelenmiş vergi varlığı	46.468.579	49.428.488	669.351.985	907.771.500
Diğer duran varlıklar	408.720	31.835	460.000	460.000
Toplam varlıklar	1.347.593.406	2.707.521.978	5.154.988.689	6.480.188.795
Kısa vadeli yükümlülükler	817.589.416	1.923.968.009	2.963.078.383	4.030.215.162
Kısa vadeli borçlanmalar	188.405.631	793.523.045	1.103.750.203	1.922.047.187
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	154.130.969	158.071.814	104.831.860	156.464.173
- Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	144.785.174	146.244.578	85.046.498	139.469.075
- Kiralama işlemlerinden borçlanmalar	9.345.795	11.827.236	19.785.362	16.995.098
Türev finansal yükümlülükler	9.199.823	30.539.369	15.008.318	9.414.350
Ticari borçlar	371.403.599	711.420.769	1.154.940.463	1.377.142.812
- ilişkili taraflara ticari borçlar	98.319.902	103.743.808	96.597.198	141.293.019
- ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar	273.083.697	607.676.961	1.058.343.265	1.235.849.793
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	7.476.382	10.187.939	28.964.656	298.520.974
Diğer borçlar	2.060.935	1.471.796	2.400.249	42.905.225
- ilişkili olmayan taraflara diğer borçlar	2.060.935	1.471.796	2.400.249	41.319.839
Devlet teşvik ve yardımları	124.602	-	-	1.585.386
Ertelenmiş gelirler	38.880.396	145.027.375	442.814.540	-

(TL)	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	31 Aralık 2022	31 Mart 2023
Kısa vadeli karşılıklar	44.172.466	70.704.974	103.509.383	160.157.518
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	22.566.401	41.463.772	62.591.605	53.121.548
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	21.606.065	29.241.202	40.917.778	32.528.869
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	1.734.613	3.020.928	6.858.711	20.592.679
Uzun vadeli yükümlülükler	363.046.544	319.265.097	487.975.602	10.441.375
Uzun vadeli borçlanmalar	305.617.900	232.774.032	231.959.903	630.937.980
- Uzun vadeli borçlanmalar	290.758.606	220.414.028	223.438.150	378.327.707
- Kiralama işlemlerinden borçlanmalar	14.859.294	12.360.004	8.521.753	362.443.464
Uzun vadeli karşılıklar	55.585.114	80.390.656	256.015.699	15.884.243
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	55.585.114	80.390.656	256.015.699	252.610.273
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	1.843.530	6.100.409	0	252.610.273
Özkaynaklar	166.957.446	464.288.872	1.703.934.704	1.819.035.653
Ödenmiş sermaye	405.388.196	405.388.196	405.388.196	405.388.196
Sermaye düzeltme farkları	45.060.719	45.060.719	45.060.719	45.060.719
Pay ihraç primleri	107.300.000	107.300.000	107.300.000	107.300.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	-37.764.319	-39.120.984	-149.440.183	-267.094.079
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları(kayıpları)	-41.637.752	-53.769.435	-180.786.658	-295.696.932
- Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımların diğer kapsamlı gelirlerden kar veya zararda sınıflandırılmayacak paylar	49.656	169.236	-97.118	-97.118
- Özkaynağa dayalı finansal araçlara yapılan yatırımlara ilişkin finansal riskten korunma kazançları (kayıpları)	3.823.777	14.479.215	31.443.593	28.699.971
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	-3.661.207	347.636	-27.559.251	-34.933.983
- Yabancı para çevirim farkları	-3.661.207	347.636	-27.559.251	-34.933.983
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	10.867.455	10.867.455	15.758.774	15.758.774
Geçmiş yıllar (zararları)	-434.042.652	-360.233.398	-77.631.197	1.266.106.610
Net dönem karı	73.809.254	294.679.248	1.385.057.646	281.449.416
Toplam kaynaklar	1.347.593.406	2.707.521.978	5.154.988.689	6.480.188.795

Tablo 8: Likidite Oranları

Oranlar	2020	2021	2022	31.03.2023
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,02	1,08	1,12	1,06
Asit-Test Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,67	0,85	0,62	0,64
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,06	0,43	0,08	0,14

Tablo 9: Mali Oranlar

Oranlar	2020	2021	2022	31.03.2023
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,88	0,83	0,67	0,72
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,61	0,71	0,57	0,62
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,27	0,12	0,09	0,10
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,12	0,17	0,33	0,28

Tablo 10: Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.22	31.03.23
Hasılat	1.546.425.860	2.618.760.968	6.042.040.253	1.171.578.698	1.774.600.138
Satışların maliyeti (-)	1.152.855.036	1.832.309.557	4.528.633.702	-791.608.471	1.325.404.101
Brüt kar	393.570.824	786.451.411	1.513.406.551	379.970.227	449.196.037
Genel yönetim giderleri (-)	-76.179.710	-100.699.807	-188.211.340	-44.215.775	-123.688.492
Pazarlama giderleri (-)	-176.790.083	-298.202.001	-556.805.756	-131.500.569	-145.459.880
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-15.377.250	-16.535.836	-20.888.922	-6.246.427	-10.019.725
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	96.073.778	361.763.986	525.223.439	156.360.272	115.030.196
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-77.209.207	-254.939.896	-231.959.552	-89.706.144	-96.815.851
Esas faaliyet karı/(zararı)	144.088.352	477.837.857	1.040.764.420	264.661.584	188.242.285
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	38.375.060	11.612.794	114.876.990	2.819.078	19.543.534
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-2.537.196			-	-
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından/(zararlarından) paylar	296.727	1.782.299	3.371.927	80.924	998.763
TFRS 9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü kazançları (zararları) ve değer düşüklüğü zararlarının iptalleri	-3.242.911	-4.672.832	-31.229.089	4.752.426	902.387
Finansman gelirleri/giderleri öncesi faaliyet karı/(zararı)	176.980.032	486.560.118	1.127.784.248	272.314.012	209.686.969
Finansman gelirleri	48.222.325	90.147.011	133.564.929	43.457.827	27.373.473
Finansman giderleri (-)	-180.364.651	-281.689.109	-456.233.116	-98.948.368	-120.830.892
Vergi öncesi kar/(zararı)	44.837.706	295.018.020	805.116.061	216.823.471	116.229.550
Vergi geliri/(gideri):					
- Dönem vergi gideri/geliri			-16.319.733	-58.526.164	-43.786.177
- Ertelenmiş vergi geliri/(gideri)	28.971.548	-338.772	596.261.318	33.857.949	209.006.043
Net dönem kar/(zararı)	73.809.254	294.679.248	1.385.057.646	192.155.256	281.449.416

Hasılat

Şirket'in faaliyetleri temel olarak seramik kaplama malzemeleri üretim ve satışından oluşmaktadır. 2022 yılında seramik kaplama malzemeleri satışları toplam hasılatın %83'ünü oluşturmaktadır. Ek olarak toplam satışlarda ağırlığı daha az olmak üzere vitrifiye, armatür, banyo tamamlayıcı, akrilik kabin, mobilya ve frit üretim ve satışı yapılmaktadır. Şirket'in hasılatı 2021 yılında 2020 yılına göre % 69 artarak 2.618.760.968 TL ve 2022 yılında ise 2021 yılına göre %131 artış göstererek 6.042.040.253 TL, 31.03.2023 ara dönem itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %51 artış göstererek 1.774.600.138 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. seviyesinde gerçekleşmiştir. Hasılat artışının ana sebebi ÜFE'ye bağlı maliyet tutarlarının yükselmesine bağlı satış tutarlarında yaşanan artıştır.

Tablo 11: Hasılatın Coğrafi Kırılımı

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Brüt Satışlar	1.601.334.117	2.692.000.909	6.448.963.163	1.280.419.360	1.918.994.007
Yurt içi Satışlar	946.486.310	1.704.878.359	4.382.333.037	917.017.217	1.576.808.937
Yurt dışı Satışlar	654.847.807	987.122.550	2.066.630.126	363.402.143	342.185.070
Satıştan iadeler ve satış iskontoları	-54.908.257	-73.239.941	-406.922.910	-108.840.662	-144.393.869
Hasılat	1.546.425.860	2.618.760.968	6.042.040.253	1.171.578.698	1.774.600.138

Tablo 12: Hasılatın Ürün Gruplarına Göre Kırılımı

Ürün Grubu	31.12.2020	%	31.12.2021	%	31.12.2022	%	31.03.2022	%	31.03.2023	%
SKM	1.225.700.271	79	2.089.301.516	80	5.004.002.999	83	336.648.276	90	302.142.815	87
Vitrifiye	97.209.430	6	173.617.382	7	364.310.765	6	24.420.576	7	36.767.730	11
Armatür	42.610.153	3	93.830.570	4	190.964.891	3	5.040.088	1	3.354.346	1
Banyo Tamamlayıcı	41.553.948	3	83.847.816	3	183.510.395	3	4.602.229	1	5.222.820	1
Akrilik-Kabin	1.217.160	0	1.728.399	0	7.033.481	0	570.270	0	51.507	0
Mobilya	24.989.736	2	47.710.159	2	81.732.098	1	1.518.182	0	709.049	0
Diğer	113.145.163	7	128.725.127	5	210.485.625	4	0	0	0	0
Genel Toplam	1.546.425.860	100	2.618.760.968	100	6.042.040.253	100	372.799.621	100	348.248.266	100

Satışların Maliyeti

Şirket satışlarının maliyeti 31.03.2023 ara dönem itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %67 artarak 1.325.404 Bin TL, 2022 yılında 2021 yılına göre %147 artarak 4.528.633 Bin TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020 yılına göre %59 oranında artış göstererek 1.832.310 Bin TL olmuştur.

Şirket'in en önemli maliyet kalemleri ilk madde ve malzeme gideri, enerji gideri, genel üretim gideri, işçilik gideri olup 2021 ve 2022 yılı içerisinde ilgili kalemlerinde, özellikle hammadde ve enerji giderlerinde önemli yükselişler görülmüştür. Döviz kuruna bağlı girdiler de kurdaki artışlara paralel satışların maliyetini artırıcı etki yapmıştır. İlk madde ve malzeme giderleri kil, kaolen, feldspat vb. gibi taş, toprak, hammaddeler gibi aynı zamanda zirkon, boya, file yapıştırıcı ve ambalaj malzemeleri kalemlerini içermektedir. Enerji giderleri doğalgaz ve elektrik giderlerinden oluşmaktadır. Genel üretim gideri kalemi, fabrika iç taşıma gideri, sigorta gideri, telefon ve kargo giderleri gibi temel aktivitelerin dışındaki kalemleri içermektedir. Çalışmayan kısım giderleri, fabrikaların tam kapasitesine oranla sipariş azlığı veya zorunlu duruş gibi nedenlerle, kapasitenin altında üretim gerçekleştirilmesi sırasında meydana gelen işçilik, amortisman ve genel üretim giderleri sabit giderlerden oluşmaktadır.

Tablo 13: Satışların Maliyet Kırılımı

(TL)	2020	2021	2022	31.03.2022	31.03.2023
İlk madde ve malzeme giderleri	475.113.972	861.751.363	1.816.234.640	359.039.930	508.478.149
Genel üretim giderleri	126.946.985	195.509.894	336.438.604	77.301.587	103.659.067
Doğrudan işçilik giderleri	83.621.970	131.900.293	256.273.255	41.977.690	101.415.951
Endirekt işçilik giderleri	59.738.971	104.283.179	201.170.724	37.746.615	68.362.885
Enerji giderleri	236.576.538	455.776.304	2.095.202.504	335.722.216	498.398.546
Amortisman giderleri	38.302.239	45.973.342	44.895.479	10.444.330	10.812.129
Yarı mamul stoklarındaki değişim	-10.061.849	-19.942.617	-79.294.094	-24.056.467	-24.764.367
Mamul stoklarındaki değişim	-44.760.109	-143.380.551	-754.547.345	-153.398.486	-185.264.563
Satılan mamullerin maliyeti	965.478.717	1.631.871.207	3.916.373.768	684.777.415	1.081.097.797
Satılan ticari malların maliyeti	53.333.694	100.374.257	223.291.942	33.643.226	106.532.250
Diğer maliyetler	134.042.625	100.064.093	388.967.993	73.187.830	137.774.054
Yarı/aramamül satışı	46.854.433	85.039.677	146.503.261	24.761.544	35.927.609
Çalışmayan kısım gideri (*)	52.500.585	26.681.049	174.803.692	20.587.849	92.339.247
Stok değer düşüklüğü/(Konusu kalmayan karşılık)	16.809.088	-34.818.350	29.431.207	7.237.803	-11.799.266
Diğer	17.878.519	23.161.718	38.229.832	20.600.634	21.306.464
Satışların maliyeti	1.152.855.036	1.832.309.557	4.528.633.702	791.608.471	1.325.404.101

Tablo 14: Net Finansal Borç/FAVÖK hesabı

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Finansal borçlar	657.354.323	1.214.908.260	1.455.550.284	2.466.253.417
Eksi: nakit ve nakit benzerleri	46.873.599	827.686.058	232.525.311	583.294.462
Eksi: finansal yatırımlar	5.124.879	18.016.935	136.769.911	152.248.429
Net Finansal Borç	605.355.845	369.205.267	1.086.255.062	1.730.710.526
Özkaynak	166.957.446	464.288.872	1.703.934.704	1.819.035.652
Net Finansal Borç/Özkaynak	363%	80%	64%	95%
FAVÖK	199.942.489	448.008.581	834.119.790	809.929.512
Net Finansal Borç/FAVÖK	3,03	0,82	1,30	2,14%

*FAVÖK son 12 aylık değerle konulmuştur.

İşletme Sermayesi

Şirket, net işletme sermayesini aşağıdaki "Ticari Alacaklar + Stoklar - Ticari Borçlar" şeklinde hesaplamakta olup, 31.12.2022, 31.12.2021, 31.12.2020 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ve 31.03.2023 ara dönemine ilişkin finansal tablolarına göre net işletme sermayesi tutarlarına aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 15: Ticari İşletme Sermayesi

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Ticari Alacaklar	456.198.394	718.188.340	1.119.685.366	1.518.865.817
Stoklar	286.037.844	446.653.135	1.490.432.808	1.698.018.936
Ticari Borçlar	371.403.599	711.420.769	1.154.940.463	1.377.142.812
Net İşletme Sermayesi	370.832.639	453.420.706	1.455.177.711	1.839.741.941
Net satışlar	1.546.425.860	2.618.760.968	6.042.040.253	6.645.061.693
Satışların maliyeti (-)	-1.152.855.036	-1.832.309.557	-4.528.633.702	-5.062.429.332
Net İşletme sermayesi/Net satışlar (%)	23,98%	17,31%	24,08%	27,69%

YKY KREDİ YATIRIM MENKUL 17
DEĞERLER A.Ş.

Levent Mahallesi Çiğdem Sokak No: 17
Kat: 11 21 - 22 - 23 - 24 - 25 - 27

34390 Üsküdar - Etiler / İSTANBUL

Yatırım Menkul Değerler Sicil No: 0388-0023-10-0016

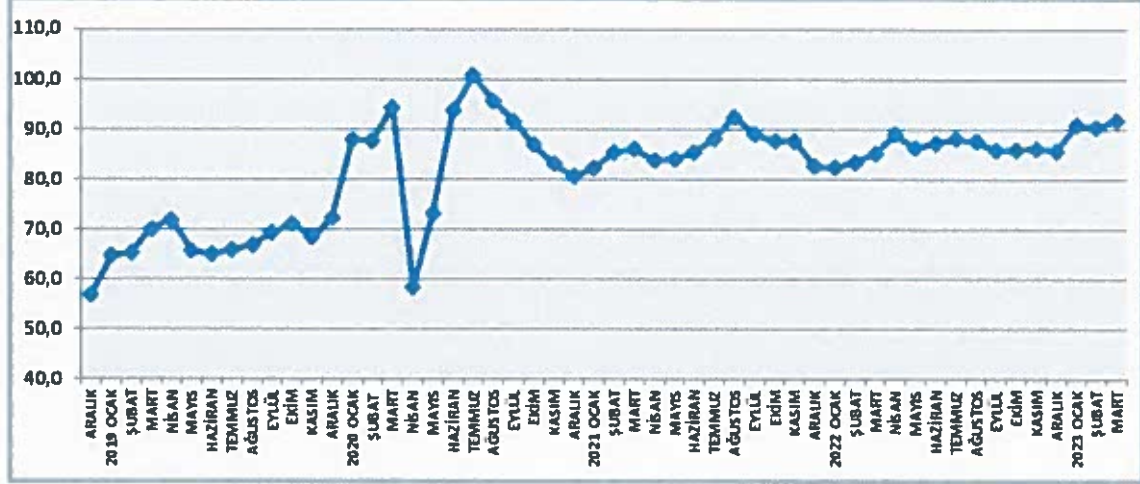
www.ykyolun.com.tr

2. SEKTÖREL BİLGİLER

2.1. Türkiye İnşaat Sektörü

Şirket'in temel müşterisi olan inşaat sektörü güven endeksi son dönemlerde stabil bir seyir izlemektedir. Artan enflasyon etkisi ile tüketicinin yatırım aracı olarak gayrimenkule olan eğilimi Türkiye ve Ortadoğu'da sürmektedir. IMSAD sektör raporuna göre 2020 yılındaki dalgalanmanın ardından inşaat sektörü güven endeksi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir. Bunda tüketicinin artan enflasyon endeksi ile inşaatı güvenli liman olarak görmeye devam etmesinin payı mevcuttur. Bu bağlamda inşaat sektörünün Türkiye için güvenli bir pazar olduğu görülmektedir.

Grafik 1: 7. Türkiye İnşaat Sektörü Güven Endeksi³



2.2. Türkiye İnşaat Malzemeleri Pazarı

İnşaat malzemeleri pazarında 2022 yılının ilk on bir ayında en yüksek üretim artışı yüzde 24,7 ile seramik kaplama malzemeleri, yüzde 16,4 ile plastik inşaat malzemeleri, yüzde 15,7 ile birleştirilmiş parke ve yer döşemeleri, yüzde 12,9 ile inşaat boya ve vernikleri ve yüzde 12,8 ile seramik sağlık gereçleri iş alanlarında gerçekleşmiştir.

Tablo 16: Sanayi Üretimi Büyüme (Bir önceki yıla göre büyüme oranları)⁴

Sektörler	2022 Kasım	2023 Ocak	2023 Q1
Seramik Kaplama Malzemeleri	-3,6	-2,6	-8,8
Seramik Sağlık Gereçleri	4,9	16,1	4,2
Armatür, Musluk Vana ve Valf	-16,2	10,0	9,7

2.3. Türkiye Seramik Kaplama ve Seramik Sağlık Gereçleri Pazarları

Seramik sanayi; seramik yer ve duvar karoları, banyolarda ve mutfaklarda kullanılan lavabolar, klozetler, rezervuarlar gibi inşaat sektörünün girdisi olan malzemeleri, sofrası ve mutfak eşyaları gibi günlük hayatımızda kullanılan eşyaları ve modern bilim ve teknolojinin ürünlerini ve teknolojilerini üreten şu alt sektörlerden oluşmaktadır:

- Seramik Kaplama Malzemeleri
- Seramik Sağlık Gereçleri
- Refrakter Ateş Tuğlaları
- Seramik Ham Maddeleri
- Seramik Mutfak ve Sofra Eşyaları
- Teknik Seramik

³ Kaynak: https://imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylik_Sektor_Raporu_MART2023.pdf

⁴ Kaynak: https://imsad.org/Uploads/Files/Turkiye_IMSAD_Aylik_Sektor_Raporu_MAYIS2023.pdf

Seramik sektörü, seramik hammaddeleri sektörü ile bire bir ilişki içindedir. Sektörde en çok kullanılan hammaddeler, kil, feldspat, kaolen gibi endüstriyel hammaddelerdir. Seramik sektöründeki kapasite ve üretim artışına paralel olarak, seramik hammaddeleri sektörü de hızlı bir gelişim göstermektedir. Türkiye’de seramik makine ve teçhizat sanayi ise yeterince gelişmemiştir.

Seramik kaplama sanayisi inşaat seramikleri içindeki iki büyük gruptan biri olup Türkiye’nin geleneksel üretici olduğu inşaat malzemesi sanayilerinin başında gelmektedir. Seramik kaplama sanayisi hem ihracat yapmakta hem de yurtiçi ihtiyacın önemli bir bölümünü yurtiçi üretim ile karşılamaktadır. Seramik kaplama üretimi yıllar itibarıyla da kademeli bir artış göstermektedir. Seramik kaplama malzemeleri iç pazarı inşaat sektöründeki büyümeye paralel olarak yıllar itibarıyla sınırlı olmakla birlikte kademeli ve istikrarlı genişlemesini sürdürmüştür. Ancak iç pazarda 2019 yılında önemli bir daralma yaşanmıştır. Türkiye inşaat seramikleri içinde yer alan seramik sağlık gereçlerinde de geleneksel üretici ve ihracatta da rekabetçi bir ülke olarak yer almaktadır.

Ülkemizde seramik sağlık gereçleri sektörünün gerek üretim gerekse ihracat performansı açısından dünya ölçeğinde önemli bir yere sahip olduğu ve bunun devam edeceği öngörülmektedir. Hammadde kaynaklarının ülkemizde zengin olması, sektörde yeni teknolojilerin kullanılması ve dinamik bir yatırım ortamının bulunması bu eğilimin devam etmesini sağlayacak unsurlardır.

Ülkemizde konut ihtiyacının sürekli artması ve kişi başına tüketimin düşük düzeylerde olması; son yıllarda istikrarsız bir seyir izleyen yurtiçi talebinin tekrar artış eğilimine girmesi sektörün geleceği adına önemli verileri oluşturmaktadır. Kişi başına seramik sağlık gereçleri tüketiminin artacağı ve bunun da yurtiçi talebi pozitif yönde etkileyeceği düşünülmektedir.

Türkiye’de seramik kaplama malzemelerinin üretildiği iller Çanakkale, Bilecik, Eskişehir, Kütahya, Uşak, İzmir, Manisa, Aydın, Çankırı ve Yozgat’tır. Tesislerin %49,82’si Eskişehir – Bilecik – Kütahya bölgesindedir. Seramik kaplama malzeme üreticilerinin buldukları yörelere göre tesis dağılımı; %14,61’i Çanakkale, %49,82’i Bilecik-Eskişehir-Kütahya bölgesi, %28,61’i İzmir-Manisa-Uşak-Aydın bölgesi, %6,96’sı Çankırı-Yozgat şeklindedir. ⁵

Şirket’in en büyük iş alanı olan seramik kaplama malzemelerinde Türkiye’deki üretim eğilimi ve Şirket’in diğer büyük iş alanı olan seramik sağlık gereçleri Türkiye pazarı aşağıdaki tablodaki gibidir:

Tablo 17: Seramik Kaplama ve Seramik Sağlık Gereçleri Pazarlarındaki Firma Sayıları ve Üretim Miktarları⁶

Yıllar	Seramik Kaplama Pazarı		Seramik Sağlık Gereçleri Pazarı	
	Firma Sayısı	Üretim (Milyon m ²)	Firma Sayısı	Üretim (ton)
2017	47	343	47	352.000
2018	45	347	46	350.000
2019	40	308	38	322.700
2020	42	374	37	329.800
2021	43	495	37	491.732

2.4. Sektörde Şirket’in Yeri

Şirket’in faaliyet gösterdiği alanlar Şirket ana sözleşmesinin 4. Maddesinde belirtilmiş olup inşaat seramikleri sektöründe hem seramik kaplama malzemeleri hem de seramik sağlık gereçleri alanlarında geniş ürün gamıyla yer almaktadır.

Kaleseramik ISO en büyük şirketler sıralamasında 2021 yılında 180. sırada yer almıştır. (Kaynak: 2021 - ISO 500 | Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu | Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu (iso500.org.tr)) Şirket’in ilk ve en büyük iş alanı olan seramikten döşeme veya kaplama karoları iş alanında Şirket, 2021 Ceramic World Review (CWR) raporuna göre 54,9 milyon metrekare üretimi ile Türkiye’nin 1., Avrupa’nın 5., Dünya’nın 18. seramik kaplama malzemesi üreticisidir. ⁷

⁵ Kaynak : Seramik Sektör Raporu (2021) (ramazaninan.com.tr)

⁶ Kaynak: https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Yapi_Sektoru_Raporu_2021.pdf

⁷ Kaynak: <https://ceramicworldweb.com/en/magazines/ceramic-world-review-1482022> /59.sayfa

Şirket'in bir diğer lokomotif iş alanı seramik sağlık gereçleri ve banyo mobilyaları ile aksesuarları olup tüm çeşitleri ile vitrifiye ürünleri, banyo mobilyaları, rezervuar, kapak, aksesuar ve diğer tamamlayıcı banyo ürünlerinin üreticisi, tedarikçisi ve satışı olarak faaliyet göstermektedir.

Şirket'in ana faaliyet alanı olan seramik üretiminde girdi olarak kullanılan friti, Şirket yine kendisi üretmekte ve iştiraki olan Kalefrit'e satışını yaparak piyasaya hammadde alanında tedarikin sağlanması ile stratejik gücünü korumaktadır.

Şirket'in yaşam alanlarına yeni anlamlar katma kuzey yıldızı vizyonu kapsamında yeni faaliyet alanları ise şöyledir:

Laminasyon veya tek parça büyük ebatlarda üretilmiş slab-sinterflexten mamul tezgah ve nevi masa, sehpa, konsol üretimi ile satışı ve mobilya ürün gamı tamamlayıcısı sandalye ve aksesuar tedariki ve satışı Şirket'in yeni iş alanlarındaki temel faaliyetlerindedir. Şirket'in diğer yeni iş alanlarındaki faaliyetleri arasında kişiselleştirilmiş artisan seramik kaplama malzemeleri, dekoratif aksesuar ve sofa eşyaları üretimi ve satışı da bulunmaktadır.

Şirket, iç pazardaki eğilimleri ve pazar payını 2014 yılından beri bağımsız bir araştırma şirket olan GFK Araştırma Hizm. AŞ'nin yaptığı yapı paneli araştırması ile düzenli olarak takip etmektedir. Söz konusu yapı paneli araştırması, karo, vitrifiye ve armatür ana ürün gruplarının altında yer alan bazı seçili alt ürün gruplarının satış noktası kasa çıkışı satışlarını, sadece bayi, tali bayi ve nalbur kanallarından toplamakta ve Türkiye genelinde pazar büyüklüğü ve pazar payı raporları üretmektedir. GFK verilerine göre Şirket, Çanakkale Seramik ve Kalebodur markaları ile 2023 yılının ilk çeyreğinde Türkiye'deki karo pazarının %22,6'sına hakim durumdadır. Vitrifiye ve armatürde pazar payı ise sırasıyla %10,6 ve %1,6'dır.⁸

Tablo 18: Türkiye Pazar Büyüklüğü ve Şirket'in Pazar Payı

Kale	2020	2021	2022	31.03.2023
Karo (m ²)	21.248.938	30.667.207	27.536.218	6.435.578
Vitrifiye (adet)	295.298	413.379	439.033	85.187
Armatür (adet)	189.284	318.188	296.445	42.769

Türkiye	2020	2021	2022	31.03.2023
Karo (m ²)	100.786.459	139.338.328	130.511.648	28.437.507
Vitrifiye (adet)	3.315.898	4.240.469	4.520.440	806.917
Armatür (adet)	11.135.716	14.361.835	16.599.112	2.714.600

Kale Pazar Payları (%)	2020	2021	2022	31.03.2023
Karo	21,1	22,0	21,1	22,6
Vitrifiye	8,9	9,7	9,7	10,6
Armatür	1,7	2,2	1,8	1,6

Türkiye'de seramik sektörünün kuruluşuna öncülük eden Kaleseramik; Çanakkale Seramik, Kalebodur, Kale Banyo ve İtalyan markaları Edilcuoghi ve Edilgres ile uluslararası seramik pazarının en önemli oyuncularından biri olarak, 86 ülkede 164 satış noktası ile tüketiciye ulaşmaktadır.

Çanakkale Seramik, duvar karosunda kalitenin adı olurken ve Kalebodur jenerik markası ile bu topraklarda üreten, bu topraklardan kazandığını yine bu topraklara yatıran 65 yılı aşkın bir değerdir.

Çan'da 380 bin metrekaresi kapalı olmak üzere toplam 800 bin metrekare alanda kurulu Kaleseramik, yaklaşık 22 milyon metrekare/yıl duvar karosu, 15,1 milyon metrekare yer karosu, 5,8 milyon metrekare granit seramik ve 7,0 milyon metrekare/yıl Slab-Sinterflex üretim kapasitesine sahiptir.

Yozgat'ta 25 bin metrekaresi kapalı olmak üzere toplam 180 bin metrekare alanda kurulu fabrika 2007 yılı Haziran ayında üretime başlamıştır. Fabrika yıllık 6,1 milyon metrekare üretim kapasitesine sahiptir.

50 değişik ebatla 1.900 çeşit yer karosu ve 60 değişik ebatla 2.200 çeşit duvar karosu üreten Kaleseramik, her yıl yaklaşık 200 çeşit yeni ürünü tüketicilerin beğenisine sunmaktadır.

⁸ GFK verileri nihai tüketici verisi olup bayi dışı proje satışlarını kapsamamaktadır.

3. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

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

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
 - Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)
 - Fiyat / Kazanç (F/K)

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi çeşitli varsayımlara dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır. Bu yöntem şirketlerin uzun vadeli potansiyelini değerlemeye yansıtırken; şirket ve sektör özelindeki bazı riskleri de belirli bir çerçevede hesaplamaya dahil eder. Bu yöntemin varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajıdır. Fakat şirketlerin kendi stratejik hedefleri ve geçmiş performansları göz önüne alınarak şirketlere özel hazırlandığı için bu yöntem UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere firma ve firmaların paylarının değerlemesinde gelir yaklaşımı sıklıkla kullanılmaktadır. Bu yüzden bu yöntem değerlemede kullanılmıştır.

3.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları en güncel finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanır ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlemelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerinin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarından. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan, farklı dönemlerdeki değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir.

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardan seçilen finansal göstergelerin birbirine oranlanması ile hesaplanan çeşitli çarpanlara dayanmaktadır. Bu çarpanlar şirketin içinde bulunduğu sektöre göre değişkenlik gösterebilmektedir.

FD / FAVÖK çarpanı operasyonel kar performansına ve F / K çarpanı net kar performansına dayandığı için yatırımcılar tarafından sıklıkla tercih edilmektedir. Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde kullanılması uygun görülmüştür.

- Şirket'in 31.03.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/FAVÖK ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları da karşılaştırılabilirlik açısından aynı FAVÖK yaklaşımı kullanılarak hesaplanmıştır. Sonraki adımda 31.03.2023 tarihli net borç pozisyonu hesaplanan firma değerinden çıkarılarak Şirket'in FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in 31.03.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait net dönem kârı ("Net Kâr") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen F/K ile çarpılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

4. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR

4.1. Değerlemede Esas Alınan Finansal ve Operasyonel Veriler

F/K çarpan analizinde kullanılan Net Kar ve FD/FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK tutarı önceki yıllarla kıyaslamalı olarak aşağıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü 809.929.512 TL olarak hesaplanmıştır. İlgili dönem için FAVÖK, Şirket'in 1.582.632.361 TL brüt karından 863.111.344 TL faaliyet gideri çıkarıldıktan sonra 90.408.495 TL amortisman eklenerek hesaplanmıştır. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (31.03.2023 son 12 Ay: 483.893.363 TL) ve Giderlerin (31.03.2023:239.069.259 TL) önemli bir kısmı kur farkı gelir/giderinden ve reeskont faiz geliri/giderinden oluşmakta olup direkt olarak operasyonel karlılığı yansıtmadığı değerlendirilerek FAVÖK hesaplamasına katılmamıştır. Bu kalemler haricindeki diğer esas faaliyetlerden gelir/gider kalemlerinin süreklilik arz eden operasyonel gelir/giderler olmadığı değerlendirilerek FAVÖK hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Tablo 19: FAVÖK Hesaplaması ve Net Kar⁹

TL	2020	2021	2022	1Ç.2022	1Ç.2023	31.03.2023 LTM
Hasılat	1.546.425.860	2.618.760.968	6.042.040.253	1.171.578.698	1.774.600.138	6.645.061.693
Artış		69,34%	130,72%			
Satışların Maliyeti	-1.152.855.036	-1.832.309.557	-4.528.633.702	-791.608.471	-1.325.404.101	-5.062.429.332
Artış		58,94%	147,15%			
Brüt Kar	393.570.824	786.451.411	1.513.406.551	379.970.227	449.196.037	1.582.632.361
Brüt Kar Marjı	25,45%	30,03%	25,05%	32,43%	25,31%	23,82%
Faaliyet Giderleri	-268.347.043	-415.437.644	-765.906.018	-181.962.771	-279.168.097	-863.111.344
Diğer Gelir	96.073.778	361.763.986	525.223.439	156.360.272	115.030.196	483.893.363
Diğer Gider	-77.209.207	-254.939.896	-231.959.552	-89.706.144	-96.815.851	-239.069.259
FVÖK	144.088.352	477.837.857	1.040.764.420	264.661.584	188.242.285	964.345.121
FVÖK Marjı	9,20%	18,41%	17,23%	22,59%	10,61%	14,51%
Amortisman	74.718.708	76.994.814	86.619.257	19.825.259	23.614.497	90.408.495
FAVÖK*	199.942.489	448.008.581	834.119.790	217.832.715	193.642.437	809.929.512
FAVÖK Marjı	12,93%	17,11%	13,81%	18,59%	10,91%	12,19%
Net Kar	73.809.254	294.679.248	1.385.057.646	192.155.256	281.449.416	1.474.351.806
Net Kar Marjı	4,77%	11,25%	22,92%	16,40%	15,86%	22,19%

*Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler hariç

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net Finansal Borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli mali borçları, türevlere ilişkin finansal yükümlülükleri ve kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa ve uzun vadeli yükümlülükleri toplamından; nakit ve nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal yatırım tutarı çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özkaynak Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir.

Tablo 20: Net Borç Hesaplaması¹⁰

(TL)	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	583.294.462
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	116.109.346
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	36.139.083
Toplam	735.542.891
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.922.047.187
Uzun Vadeli Banka Kredilerin Kısa Vadeli Kısımları	139.469.075

⁹ Bağımsız Denetim Raporunda yer alan 2020, 2021 ve 2022 yılları ve 2022,2023 yıllarının ilk çeyrek verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

¹⁰ Bağımsız Denetim Raporunda yer alan 31.03.2023 tarihli finansal tabloları kullanılarak hesaplanmıştır.

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.995.098
Türev Finansal Yükümlülükler	9.414.350
Uzun Vadeli Borçlanmalar	362.443.464
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.884.243
Toplam	2.466.253.417
Net Borç	1.730.710.526

4.2. Projeksiyonlar

İNA'ya esas teşkil eden projeksiyonlar yatırım süresi dikkate alınarak ve Şirket'in 7 yıllık iş planı baz alınarak 2023-2029 periyodu için hazırlanmıştır.

a. Makro Varsayımlar

Projeksiyonlarda kullanılan enflasyon tahminleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. 2023 yılı Mart ayı Merkez Bankası Piyasa Katılımcıları Anketi'nde cari yılsonu yıllık enflasyon oranı %37,72 olarak tahmin edilmiştir. Bu oran yıllık ortalama enflasyon oranı olarak çalışmada kullanılmıştır. Enflasyon oranının 2024 yılında %20'ye düşeceği ve ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak 2027 yılında %9,0'a düşeceği izleyen yıllarda %9 seviyesinde devam edeceği varsayılmıştır.

Tablo 21: Makro Varsayımlar

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
TL Enflasyon	37,72%	20,00%	16,33%	12,67%	9,00%	9,00%	9,00%

b. Gelirlerin ve Giderlerin Projeksiyonu

Şirket gelir projeksiyonları ürün grupları bazında Şirket tarafından paylaşılan iş planı baz alınarak hazırlanmıştır.

Satış hacmi projeksiyonları için;

- Şirket'in hedefleri, sektör dinamikleri ve iş planı göz önünde bulundurularak Şirket'in seramik kaplama, sinterflex satış hacimleri beklentileri geçmiş yıllarla karşılaştırılmıştır ve projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- Şirket'in seramik sağlık gereçleri satış hacimleri beklentileri geçmiş yıllarla karşılaştırılmış, 2022 yılındaki düşüşe karşı 2021 yılındaki 926.891 adet satış göz önünde bulundurularak Şirket'in projeksiyon döneminde 1.000.000 adet satış hedefi makul görülerek projeksiyona yansıtılmıştır.
- Banyo mobilyası ve tamamlayıcı ürün kategorisinde yer alan ürün satış hacmi beklentileri geçmiş yıl gerçekleştirmeleri ile karşılaştırıldığında benzer ürün grubu olarak makul görülmüş ve Şirket'in iş planı dikkate alınarak projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- Frit, kompoze ve slab ürün grupları satış hacmi beklentileri Şirket'in yatırım planları doğrultusunda projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- Şirket'in projeksiyon döneminde geniş müşteri ve marka bilinirliğine dayanarak seramik ürün kategorisinde alım satım yapması makul karşılanarak projeksiyon dönemine yansıtılmıştır.
- Slab yatırımların yıllar içinde gerçekleştirilecek olup farklı üniteleri devreye girdikçe artacak hacimler projeksiyonlara yansıtılmıştır. Mevcut Slab-Sinterflex Fabrikası -2 içerisinde yeni slab sinterflex hattının 2023 yılının ikinci yarısında tamamlanması ve yeni slab hatlarının ise 2024-2025 yılında devreye alınması planlanmaktadır, yatırım masraflarının ise 2024 yılında yapılacağı varsayılmıştır.
- Kompoze, katma değerli, müşterinin kendi reçetesi nezdinde hazırlanacak ürünlerin üretileceği tesistir. Kurulacak yeni tesiste mevcutta üretilmekte olunan friti de kullanarak müşteri talebine uygun kompoze sır üretimi yapılacaktır. Bu tesiste üretilecek her kompoze ürünün müşteri talebine göre şekillenmesi ve üretilmesi planlanmaktadır. Halihazırda müşteri talepleri de göz önünde bulundurularak 2024 yılından itibaren 12.000.000 kg satış yapılacağı öngörülmüştür.
- Tedarik, yurt dışından tedarik edilecek seramik kaplama malzemelerinin yurt içinde satışı ve direkt yurt dışı müşterilere satışlarıdır. Bu ürünler yüksek ağırlıkla çeşitli eballarda müşteri taleplerine cevap verilemeyen ürünler veya üretimin yetemediği ürün grupları olacaktır.Yapılacak yatırımlara ve Şirket'in iş planına bağlı olarak 2024 yılında 600.000 m² satış

hacmi olacağı ve ilerleyen yıllarda kademeli artış ile 2027 yılında 1.200.000 m²'ye ulaşacağı ve ilerleyen yıllar için bu seviyede olacağı öngörülmüştür.

Birim satış fiyatları için;

- Seramik kaplama malzemeleri, sinterflex, seramik sağlık gereçleri ve banyo mobilyası 2023 yılı birim satış fiyatları için Şirket öngörülerini baz alınmış, izleyen yıllarda enflasyon oranında artış göstereceği varsayılmıştır.
- Tamamlayıcı ürün birim satış fiyatları için Şirket öngörülerini doğrultusunda değişen ürün kompozisyonunun ortalama birim satış fiyatlarına etkisi değerlendirilerek Şirket tahminleri kullanılmıştır.
- Frit, kompoze, tedarik ve slab ürün kategorilerinde birim satış fiyatları için Şirket beklentileri kullanılmıştır.

Tablo 22: Satış Projeksiyonu

(TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Satış	8.866.758.363	14.870.368.762	20.906.252.756	24.166.035.184	26.536.182.659	28.924.439.099	31.527.638.617
Seramik Kaplama Malzemeleri	6.173.447.392	9.030.484.927	10.870.100.493	12.246.979.888	13.349.208.078	14.550.636.805	15.860.194.118
Sinterflex	795.117.061	969.633.023	1.128.006.417	1.270.887.230	1.385.267.080	1.509.941.118	1.645.835.818
Seramik Sağlık Gereçleri	734.042.608	1.043.896.004	1.214.399.018	1.368.222.894	1.491.362.955	1.625.585.620	1.771.888.326
Banyo Mobilyası	136.000.948	163.201.138	189.857.324	213.905.918	233.157.451	254.141.621	277.014.367
Tamamlayıcı Ürünler	398.529.622	590.579.151	817.714.342	921.314.052	1.004.232.456	1.094.613.377	1.193.128.581
Frit	281.719.455	338.063.346	393.269.090	443.096.284	482.974.950	526.442.695	573.822.538
Kompoze	-	216.170.007	251.470.569	283.331.890	308.831.760	336.626.619	366.923.015
Tedarik	-	412.374.300	639.638.359	900.824.022	1.178.277.820	1.284.322.824	1.399.911.879
Slab	342.305.569	2.099.252.017	5.393.985.536	6.508.671.927	7.093.276.933	7.731.671.857	8.427.522.324
Diğer	5.595.708	6.714.849	7.811.608	8.801.078	9.593.175	10.456.561	11.397.651
Satış Hacmi							
Seramik Kaplama Malzemeleri (m ²)	41.145.824	50.156.571	51.897.466	51.897.466	51.897.466	51.897.466	51.897.466
Sinterflex (m ²)	1.505.554	1.530.000	1.530.000	1.530.000	1.530.000	1.530.000	1.530.000
Seramik Sağlık Gereçleri (adet)	843.811	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Banyo Mobilyası (adet)	71.673	71.673	71.673	71.673	71.673	71.673	71.673
Tamamlayıcı Ürünler (adet)	735.611	843.611	951.611	951.611	951.611	951.611	951.611
Frit (kg)	11.855.000	11.855.000	11.855.000	11.855.000	11.855.000	11.855.000	11.855.000
Kompoze (kg)	-	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000	12.000.000
Tedarik (m ²)	-	600.000	800.000	1.000.000	1.200.000	1.200.000	1.200.000
Slab(m ²)	602.521	4.110.833	8.215.763	8.231.171	8.231.891	8.231.891	8.231.891
Birim Fiyat (TL/m² veya TL/adet)							
Seramik Kaplama Malzemeleri	150	180	209	236	257	280	306
Sinterflex	528	634	737	831	905	987	1.076
Seramik Sağlık Gereçleri	870	1.044	1.214	1.368	1.491	1.626	1.772
Banyo Mobilyası	1.898	2.277	2.649	2.984	3.253	3.546	3.865
Tamamlayıcı Ürünler	542	700	859	968	1.055	1.150	1.254
Frit	24	29	33	37	41	44	48
Kompoze		18	21	24	26	28	31
Tedarik		687	800	901	982	1.070	1.167
Slab	568	511	657	791	862	939	1.024

Seramik kaplama malzemeleri brüt kar marjı tahmini yapılırken, üretim sürecinin ana girdilerinden olan doğalgaz fiyatının 2023 yılında düşüşü göz önünde bulundurularak, 2022 yılında %22,0 olan brüt kar marjının iyileşerek %25,3 civarına geleceği varsayılmıştır.

Sinterflex, seramik sağlık gereçleri, banyo mobilyası, tamamlayıcı ürünler, frit ve diğer ürün gruplarında 2022 yılı brüt kar marjlarının korunacağı varsayılmıştır.

Kompoze, tedarik ve slab ürün gruplarında brüt kar marjları Şirket'in yatırım planları doğrultusunda projeksiyonlara yansıtılmıştır.

Tablo 23: Brüt Kar Marjları

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Seramik Kaplama Malzemeleri	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%
Sinterflex	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%	46,9%
Seramik Sağlık Gereçleri	25,0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Banyo Mobilyası	33,3%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Tamamlayıcı Ürünler	27,6%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Frit	22,0%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Kompoze		24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%
Tedarik		10%	10%	10%	10%	10%	10%
Slab	45,8%	43,8%	45,3%	45,6%	45,8%	45,8%	45,8%
Diğer	27,2%	27%	27%	27%	27%	27%	27%

Faaliyet giderleri projeksiyonları için 2023 yılında genel yönetim ve satış ve pazarlama giderlerinin ciro artış oranının %25 üzerinde artış göstereceği varsayılmıştır. İzleyen yıllarda genel yönetim giderlerinin enflasyon oranında, satış ve pazarlama giderlerinin satış büyümesi oranında artacağı varsayılmıştır. Araştırma ve geliştirme giderlerinin 2023 yılında enflasyon oranının %25 üzerinde artış göstereceği, izleyen yıllarda enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

Tablo 24: Faaliyet Giderleri

(TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Faaliyet Giderleri	1.402.610.924	2.170.433.820	2.940.449.590	3.383.365.805	3.710.355.106	4.044.287.066	4.408.272.902
Genel Yönetim Giderleri	345.252.680	414.303.216	481.972.742	543.022.622	591.894.658	645.165.177	703.230.043
Pazarlama Giderleri	1.021.397.965	1.712.978.268	2.408.276.299	2.783.783.897	3.056.810.826	3.331.923.801	3.631.796.943
Arge Giderleri	35.960.279	43.152.335	50.200.550	56.559.286	61.649.622	67.198.088	73.245.916

Hasılat, brüt kar, faaliyet gideri ve amortisman projeksiyonlarına göre hazırlanan gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo 25: Gelir Tablosu

(TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Satışlar	8.866.758.363	14.870.368.762	20.906.252.756	24.166.035.184	26.536.182.659	28.924.439.099	31.527.638.617
Büyüme	47%	68%	41%	16%	10%	9%	9%
SMM	6.369.934.841	10.560.095.462	14.376.063.312	16.575.921.187	18.224.814.641	19.865.047.958	21.652.902.275
Brüt Kar	2.496.823.523	4.310.273.300	6.530.189.444	7.590.113.997	8.311.368.018	9.059.391.140	9.874.736.343
Brüt Kar Marjı	28,2%	29,0%	31,2%	31,4%	31,3%	31,3%	31,3%
Faaliyet Gideri	1.402.610.924	2.170.433.820	2.940.449.590	3.383.365.805	3.710.355.106	4.044.287.066	4.408.272.902
Faaliyet Karı	1.094.212.598	2.139.839.480	3.589.739.853	4.206.748.191	4.601.012.912	5.015.104.074	5.466.463.441
Faaliyet Karı Marjı	12%	14%	17%	17%	17%	17%	17%
Amortisman	122.010.894	252.710.748	379.698.477	476.155.835	555.927.559	642.525.082	737.444.718
FAVÖK	1.216.223.492	2.392.550.229	3.969.438.330	4.682.904.026	5.156.940.471	5.657.629.156	6.203.908.159
FAVÖK Marjı	13,7%	16,1%	19,0%	19,4%	19,4%	19,6%	19,7%

c. İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi hesaplamaları için;

- Ticari alacak vadesi için 2020-2022 yılları ortalaması 76 gün olup, ihtiyatlılık gereği 79 gün,
- Stok çevrim süresi için 2020-2022 yılları ortalaması olan 81 gün,
- Ticari borç ödeme süresi için 2020-2022 yılları ortalaması olan 98 gün kullanılmıştır.
- 2023 yılsonu itibarıyla işletme sermayesi değişimi 31.03.2023'ten itibaren hesaplanmıştır.

Tablo 26: İşletme Sermayesi

(TL)	2020	2021	2022	30.03.2023	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ticari Alacak	456.198.394	718.188.340	1.119.685.366	1.518.865.817	1.923.611.028	3.226.072.503	4.535.535.617	5.242.733.577	5.756.928.465	6.275.052.027	6.839.806.709
Stok	286.037.844	446.653.135	1.490.432.808	1.698.018.936	1.414.369.348	2.344.745.387	3.192.036.309	3.680.488.958	4.046.606.417	4.410.800.995	4.807.773.084
Ticari Borç	371.403.599	711.420.769	1.154.940.463	1.377.142.812	1.707.437.645	2.830.594.814	3.853.450.985	4.443.114.811	4.885.094.647	5.324.753.165	5.803.980.950
İşletme Sermayesi	370.832.639	453.420.706	1.455.177.711	1.839.741.941	1.630.542.731	2.740.223.076	3.874.120.940	4.480.107.724	4.918.440.235	5.361.099.856	5.843.598.843
İşletme Sermayesi Değişimi		82.588.067	1.001.757.005	384.564.230	-209.199.210	1.109.680.344	1.133.897.864	605.986.784	438.332.511	442.659.621	482.498.987

d. Yatırımlar ve Amortisman

Yatırım projeksiyonları için Şirket tarafından paylaşılan yatırım tutarları kullanılmıştır. İlgili yatırımlar içerisinde;

- Üretim kapasitesini arttıracak slab üretim yatırımları ile beraber yıllık 8,2 milyon m² üretim hedeflenmektedir.
- Frit-kompoze üretim tesisi ile frit üretimi artışı, kompoze üretimi hedeflenmektedir.
- Banyo ürün grubuna yapılacak yatırımlarla tamamlayıcı ürün grubu altında banyo ürünlerinin ağırlığını arttıracak yatırımlar yapılması hedeflenmektedir.
- Yurt dışı yatırımları, Şirket'in Ortadoğu veya Orta Asya'da kuracağı tamamen veya kısmen satın alacağı veya ortak olacağı yerel üretim tesisleri ile ilgili yatırımları içermektedir.
- Sinterfleks hat revizyonu, frit fırın revizyonu, granit ve seramik sağlık gereçleri atık geri kazanımı yatırımları mevcut tesislerin iyileştirilmesi yönelik planlanan yatırımlardan oluşmaktadır.
- Modernizasyon ve çevre, sürdürülebilirlik, iş sağlığı ve güvenliği ve geri kazanım yatırımları Şirket'in olağan hayatı içerisinde mevcut rekabet gücünü korumak, sürdürülebilirliğe ve güvenliğe yapması gereken yatırımlardan oluşmaktadır. Şirket hayatı boyunca benzer yatırımların süreceği varsayılmıştır.
- 2023 yılsonu itibarıyla nakit akışa yansıtılacak yatırım tutarı, 2023 yılı planlanan yatırım tutarından 2023 ilk çeyrek itibarıyla gerçekleştirilen yatırım harcamalarının (156.451.639 TL) düşülmesiyle hesaplanmıştır.

Tablo 27: Yatırımlar

(TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Granit Slab Yatırımı	419.827.017						
Granit Slab 2 Yatırımı	581.241.150						
Granit Slab 3 Yatırımı	460.687.430						
Granit Slab Dönüşüm	123.782.838						
Sinterfleks 1. Hat Revizyonu	111.942.740						
Frit Fırın Revizyonu	77.498.820						
Yurt Dışı Yatırımları	182.983.325						
Granit ve SSG Atık Geri Kazanım	21.527.450						
Frit kompoze üretim tesisi	16.145.588						
Banyo	107.637.250						
Modernizasyon Yatırımları	185.719.055	378.960.024	356.789.793	524.468.772	576.915.649	628.838.058	685.433.483
Çevre,sürdürülebilirlik,İSG ve Geri Kazanım Yatırımları	177.197.252	229.534.578	349.558.276	237.642.886	256.407.174	279.483.820	304.637.364
Toplam Yatırım	2.466.189.913	608.494.601	706.348.069	762.111.658	833.322.824	908.321.878	990.070.847

Amortisman hesaplamalarında;

- Mevcut duran varlıklardan yeraltı ve yer üstü düzenlerinin 30 yıl, binaların 50 yıl, tesis,makine ve cihazların 20 yıl, taşıtların 5 yıl, demirbaşlarının ve özel maliyetlerin 10 yılda amortismanına tabi tutulacağı varsayılmıştır.
- 2023 yılından itibaren yapılacak yatırımların 10 yılda amortismanına tabi tutulacağı varsayılmıştır. Yapılan yatırımların yapıldığı yılda amortismanının yarısının yansıtacağı varsayılmış, izleyen yıllarda 10 yıllık amortisman süresine göre amortisman ayrılmıştır.
- Slab yatırımlarının hedeflenen devreye alma tarihlerine göre amortismanlar ilgili yıllardan itibaren ayrılmıştır.
- Yurt dışı yatırımlarının sonucunda hedeflenen yurt dışı satışlarının 2024 yılından itibaren başlayacağı varsayılarak ilk defa amortisman 2024 yılında ayrılmaya başlanmıştır.

Tablo 28: Amortismanlar

(TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Toplam Amortisman	122.010.894	252.710.748	379.698.477	476.155.835	555.927.559	642.525.082	737.444.718
Granit Slab Yatırımı	20.991.351	41.982.702	41.982.702	41.982.702	41.982.702	41.982.702	41.982.702
Granit Slab 2 Yatırımı		29.062.058	58.124.115	58.124.115	58.124.115	58.124.115	58.124.115
Granit Slab 3 Yatırımı			23.034.372	46.068.743	46.068.743	46.068.743	46.068.743
Granit Slab Dönüşüm	6.189.142	12.378.284	12.378.284	12.378.284	12.378.284	12.378.284	12.378.284
Sinterfleks 1. Hat Revizyonu	5.597.137	11.194.274	11.194.274	11.194.274	11.194.274	11.194.274	11.194.274
Frit Fırın Revizyonu	3.874.941	7.749.882	7.749.882	7.749.882	7.749.882	7.749.882	7.749.882
Yurt Dışı Yatırımları		9.149.166	18.298.333	18.298.333	18.298.333	18.298.333	18.298.333
Granit ve SSG Atık Geri Kazanım	1.076.373	2.152.745	2.152.745	2.152.745	2.152.745	2.152.745	2.152.745
Frit kompoze üretim tesisi	807.279	1.614.559	1.614.559	1.614.559	1.614.559	1.614.559	1.614.559
Banyo	5.381.863	10.763.725	10.763.725	10.763.725	10.763.725	10.763.725	10.763.725
Modernizasyon Yatırımları	9.285.953	37.519.907	74.307.397	118.370.326	173.439.547	233.727.232	299.440.809
Çevre,sürdürülebilirlik,İSG ve Geri Kazanım Yatırımları	8.859.863	29.196.454	58.151.097	87.511.155	112.213.658	139.008.208	168.214.267
Yer altı ve Yer Üstü Düzenleri	2.601.117	2.601.117	2.601.117	2.601.117	2.601.117	2.601.117	2.601.117
Binalar	3.709.152	3.709.152	3.709.152	3.709.152	3.709.152	3.709.152	3.709.152
Tesis - Makine ve Cihazlar	49.292.069	49.292.069	49.292.069	49.292.069	49.292.069	49.292.069	49.292.069
Taşıtlar	484.712	484.712	484.712	484.712	484.712		
Demirbaşlar	2.702.511	2.702.511	2.702.511	2.702.511	2.702.511	2.702.511	2.702.511
Özel maliyetler	1.157.432	1.157.432	1.157.432	1.157.432	1.157.432	1.157.432	1.157.432

e. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit olacağı varsayılmıştır.
- Türkiye'deki 10 yıllık TL cinsinden ihraç edilen tahvilin (TRT1311032T13) son 1 yıllık getiri ortalaması %14,7'dir. 2023 yılı risksiz getiri oranı, düşen tahvil getirilerinin etkisi hesaba katılmayarak %17,5 olarak alınmıştır.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2023-2029 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Şirketin kaldıraçlı betası 1.0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %1,5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı hedeflenen borçlanma yapısı olan %50 olarak sabit tahmin edilmiştir.

Tablo 29: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risksiz Getiri Oranı (TL)	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç / (Borç+Özkaynaklar)	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Sermaye Maliyeti	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
AOSM	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%

4.3. Benzer Şirketler

Seramik kaplama malzemeleri, seramik sağlık gereçleri, banyo tamamlayıcıları ve aksesuarlar, banyo mobilyaları, mutfak tezgahı ve porselenden mamul yaşam alanı mobilyaları, artizan karo ve sofra gereçleri ile inşaat ve yenileme pazarının çeşitli bileşenlerini üreten Şirket yerli ve yabancı benzer şirketlerle karşılaştırılmıştır. Yerli halka açık benzer şirket az sayıda bulunduğundan ve ana sektör olarak inşaat sektörünün alt sektörlerinden olması sebebiyle çimento oyuncuları da örnek alınmıştır.

Tablo 30: Yerli Benzer Şirket Açıklamaları

AFYON ÇİMENTO	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş. çimento ve klinker üretmekte, dağıtmakta ve satmaktadır. Şirket, ürünlerini Türkiye genelinde pazarlamaktadır.
AKÇANSA	Akçansa Çimento A.Ş. inşaat sektörü için çimento, hazır beton ve klinker üretmektedir. Firma yurt içi ve yurt dışında hizmet vermektedir.
BATI ÇİMENTO	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş. çimento, klinker, hazır beton ve çakıl üretmektedir. Şirket'in Türkiye'de fabrikaları bulunmaktadır.
BATISÖKE ÇİMENTO	Batisöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş. yapı ürünleri üretmektedir. Şirket çimento ve agregalarının satışını yapmaktadır. Şirket, Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
BLEN YAPI ÜRÜNLERİ	Blen Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş. yapı ürünleri üretmektedir. Firma yurt içi ve yurt dışına pazarlamaktadır.
BURSA ÇİMENTO	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. Türkiye'deki beton değirmenleri, hazır çimento pompaları ve transmikselerinde klinker, çimento ve hazır beton üretmektedir.
ÇİMENTAŞ	Çimentaş İzmir Çimento Fabrikaları Türk A.Ş. çimento, çimento bağlantılı yapı malzemeleri ve inşaat ürünleri üretmektedir. Yurt içinden çimento tedarik eden Şirket, Rusya, Orta Doğu ve Afrika'ya ihracat yapmaktadır.
ÇİMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. çimento, klinker ve hazır beton üretimi ve satışı yapmaktadır. Grup ayrıca çimento ürünleri için ambalaj ve kese kağıdı üretim tesisleri işletmektedir.
EGE SERAMİK	Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş. tesislerinde tek ve hızlı ısıtma tekniği ile özel tasarımı panel ve diğer karoları üretmektedir.
GÖLTAŞ ÇİMENTO	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. çimento, hazır beton ve klinker üretmektedir. Şirket, klinker üretimi için dört çimento değirmeni ve iki kuru hat işletmektedir. Göлтаş, ürünlerini Antalya, Uşak, Afyon, Denizli, Konya, Kütahya, Fethiye, Burdur, Isparta ve çevre illerde satmaktadır.
İNTEMA	Intema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. montaja hazır banyo ve mutfak üniteleri pazarlamaktadır. Şirket ayrıca inşaat projeleri için iç tasarım ve mühendislik hizmetleri sunmaktadır.
KALEKİM KİMYEVİ MADDELER	Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş. kimyasal ürünler üretmektedir. Yapıştırıcılar ve mastikler, derz dolguları, iç cephe boya ve su yalıtım ürünleri sunmaktadır. Şirket, Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
KONYA ÇİMENTO	Konya Çimento Sanayii A.Ş. klinker ve çimento üretmektedir. Şirket, ürünlerini ağırlıklı olarak Türkiye'nin İç Anadolu bölgesinde satmaktadır.
KÜTAHYA PORSELEN	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş. porselen sofra takımları, dekoratif ürünler, yer ve duvar karoları üretmektedir. Şirket ayrıca karton kutu, mikrodalgada kullanılabilir karton kutu, yapışkanlı kağıt ve diğer ambalaj malzemeleri üretmektedir. Kütahya'da dört üretim tesisi bulunmaktadır. Şirket, ürünlerini Avrupa ve Asya ülkelerine ihraç etmektedir.
NUH ÇİMENTO	Nuh Çimento Sanayi A.Ş. çimento, klinker ve otoklavlanmış gazbeton üretim ve satışını yapmaktadır.
OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI	Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş. inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket, çimento ve ilgili ürünlerin üretim ve satışını yapmaktadır. Şirket, Türkiye'deki müşterilerine hizmet vermektedir.
QUA GRANİT HAYAL YAPI	Qua Granite Hayal Yapı, seramik ürünleri üretmektedir. Full lappato, mat, metalik, granüler mat gibi farklı yüzeyler üretmektedir. Şirket, dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
UŞAK SERAMİK	Uşak Seramik Sanayii A.Ş. çeşitli ebatlarda beyaz, renkli ve baskılı duvar ve yer karoları üretmekte ve satmaktadır.

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Levent Mahallesi Cömert Sokak No: 11

A.B.D. No: 22-23-24-25-27

34730 Levent - Beşiktaş / İSTANBUL

Şirket No: 297689 | T.C. Sicil No: 274923-1510-0016

www.ykyatirim.com.tr

Tablo 31: Yabancı Benzer Şirket Açıklamaları

GEBERIT AG-REG	İsviçre	Geberit AG, ticari ve konut inşaat pazarları için su temini boruları ve bağlantı parçaları, kurulum ve görünür sarnıçlar gibi drenaj ve yıkama sistemleri ve diğer sıhhi sistemleri üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirket, ürünlerini Almanya, İtalya, İsviçre, Avusturya, Hollanda, Fransa ve Belçika'da satmaktadır.
MOHAWK INDUSTRIES INC	Amerika	Mohawk Industries, Inc. konut ve ticari uygulamalar için döşeme tasarlamakta, üretmekte, tedarik etmekte, dağıtmakta ve pazarlamaktadır. Şirket halı, seramik karo, laminat, ahşap, taş, vinil ve kilim sunmaktadır. Mohawk, Amerika Birleşik Devletleri'nde konut ve ticari zemin kaplamalarını ve Avrupa'da konut zemin kaplamalarını pazarlamaktadır.
TOTO LTD	Japonya	TOTO Ltd. çini, toprak bağlantı parçaları ve banyo aksesuarları üretmekte ve satmaktadır. Şirketin ürünleri arasında seramik klozet armatürleri ve eviyeler, küvetler, şifonyerler ve güneş enerjili şofbenler bulunmaktadır.
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	Tayland	Dynasty Ceramic Public Company Limited, hem iç hem de dış mekan inşaatı ve dekorasyonunda kullanılan seramik yer karoları üretmektedir.
SAUDI CERAMIC CO	Suudi Arabistan	Saudi Ceramic Company, seramik ürünleri üretmekte, ve ürettiklerini toptan veya perakende satmaktadır. Şirket, banyo armatürleri, duvar ve yer karoları, elektrikli şofbenler ve seramik yol işaretleri üretmektedir. Şirket, Suudi Arabistan'ın büyük şehirlerinde ürünleri için teşhir salonları işletmektedir.
VIGLACERA CORP JSC	Vietnam	Viglacera Corporation - JSC, yapı malzemeleri üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket, bina camı, geleneksel sağlık gereçleri ve armatürleri, seramik ve granit karolar, pişmiş toprak ve kil karolar sunmaktadır. Şirket, Vietnam'daki müşterilere hizmet vermektedir.
VICTORIA PLC	Britanya	Victoria PLC döşeme ürünleri tasarlamakta, üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket, halı, seramik ve porselen karo, şilte, LVT, suni çim ve zemin aksesuarları sunmaktadır. Victoria, Birleşik Krallık, Avustralya ve Kanada'daki müşterilere hizmet vermektedir.
INTERNACIONAL DE CERAMICA-B	Meksika	Internacional de Ceramica SAB de CV, Meksika ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki üretim tesislerinde sırtı seramik yer ve duvar karoları üretmekte ve satmaktadır. Şirket ayrıca karo montajı için derz dolgu ve yapıştırıcı üretimi de yapmaktadır. Internacional de Ceramica, karolarını Meksika ve Amerika Birleşik Devletleri'nde satmaktadır.
VILLEROY & BOCH AG-PREF	Almanya	Villeroy & Boch AG, konut ve ticari pazarlar için seramik ve porselen ürünler tasarlamakta ve üretmektedir. Şirket yer ve duvar karosu, lavabo, küvet, bide ve klozet pazarlamaktadır. Villeroy ayrıca sofrası porseleni, cam, sofrası takımı ve yemek odası aksesuarları tasarlamakta ve pazarlamaktadır. Şirket ürünlerini dünya çapında satmaktadır.
INROM CONSTRUCTION INDUSTRIE	İsrail	Inrom Construction Industries Ltd, çeşitli endüstriyel ürünler üretmektedir. Şirket, boya ve mastikler, inşaat bitirme ürünleri, yapı ürünleri, kompozit malzemeler ve metal döküm ürünleri sunmaktadır. Inrom Industries, ürünlerini ve hizmetlerini dünya çapında sunmaktadır.
ARWANA CITRAMULIA TBK PT	Endonezya	PT Arwana Citramulia Tbk, döşeme için seramik yapı malzemesi üretmektedir. Şirket, bağlı ortaklığı aracılığıyla da ürünlerinin dağıtımını yapmaktadır. Şirketin fabrikası Tangerang, Banten'de bulunmaktadır.
SOMANY CERAMICS LTD	Hindistan	Somany Ceramics Limited, seramik duvar ve yer karoları üretmektedir. Grup, ürünlerini Avrupa, Orta Doğu, Avustralya, Yeni Zelanda, Mauritius, Güney Afrika ve Sri Lanka'ya ihraç etmektedir.
HAMAT GROUP LTD	İsrail	Hamat Group Limited, seramik karolar, sağlık gereçleri (lavabolar, tuvaletler, sabunluklar, vb. dahil) ve ev tipi musluklar üretmekte, pazarlamakta ve dağıtmaktadır.
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	Birleşik Arap Emirlikleri	Ras Al Khaimah Ceramics, yer ve duvar karosu, klozet, lavabo, bide, küvet ve ilgili aksesuarları olmak üzere seramik ürünler üretmektedir.
ORIENT BELL LTD	Hindistan	Orient Bell Ltd sırtı beyaz, renkli ve dekoratif seramik duvar ve yer karoları üretmektedir.
UNION MOSAIC INDUSTRY PUB CO	Tayland	Union Mosaic Industry Public Company Limited, UMI, Duragress ve Lila markaları altında seramik karolar üretmektedir. Ayrıca şirket vitriye ürünleri üretmektedir.

5. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

5.1. Piyasa Çarpanları Analizi

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

a. 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.

Şirket ile benzer faaliyetleri olan yabancı şirketlerin FD / FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı¹¹

	Döviz Cinsi	Firma Değeri (mln)	FAVÖK (mln)	FD / FAVÖK
GEBERIT AG-REG	CHF	17.947	909	19,8x
MOHAWK INDUSTRIES INC	USD	9.087	673	13,5x
TOTO LTD	JPY	752.798	80.533	9,3x
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	THB	20.596	2.403	8,6x
SAUDI CERAMIC CO	SAR	3.633	287	12,7x
VIGLACERA CORP JSC	VND	23.060.803	4.485.513	6,4x
VICTORIA PLC	GBP	1.704	214	8,0x
INTERNACIONAL DE CERAMICA-B	MXN	19.844	2.321	8,5x
VILLEROY & BOCH AG-PREF	EUR	406	132	3,4x
INROM CONSTRUCTION INDUSTRIE	ILS	1.954	236	8,3x
ARWANA CITRAMULIA TBK PT	IDR	6.427.968	803.923	8,0x
SOMANY CERAMICS LTD	INR	33.175	1.887	17,6x
HAMAT GROUP LTD	ILS	1.124	213	5,3x
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	AED	4.316	662	6,5x
ORIENT BELL LTD	INR	7.630	472	16,2x
UNION MOSAIC INDUSTRY PUB CO	THB	1.547	457	3,4x
Medyan				8,6x

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

Tablo 33: Yabancı Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

¹¹ Kaynak: Bloomberg, 9 Haziran 2023

Şirket ile benzer faaliyetleri olan yerli şirketlerin FD / FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 34: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı¹²

	Firma Değeri (mln TL)	FAVÖK (mln TL)	FD / FAVÖK
AFYON ÇİMENTO	3.614	463	7,8x
AKÇANSA	16.544	1.829	9,0x
BATI ÇİMENTO	10.196	902	11,3x
BATISÖKE ÇİMENTO	3.793	199	19,0x
BIEN YAPI ÜRÜNLERİ	14.337	1.115	12,9x
BURSA ÇİMENTO	8.722	1.606	5,4x
ÇİMENTAŞ	5.216	643	8,1x
ÇİMSA	16.523	1.413	11,7x
EGE SERAMİK	2.288	232	9,9x
GÖLTAŞ ÇİMENTO	3.399	627	5,4x
İNTEMA	1.692	247	6,8x
KALEKİM KİMYEVİ MADDELER	5.789	495	11,7x
KONYA ÇİMENTO	16.870	283	59,7x
KÜTAHYA PORSELEN	2.153	186	11,6x
NUH ÇİMENTO	20.741	2.106	9,8x
OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI	48.165	4.392	11,0x
QUA GRANİT HAYAL YAPI	22.553	1.361	16,6x
UŞAK SERAMİK	1.406	331	4,2x
Medyan			10,4x

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

Tablo 35: Yerli Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Tablo 36: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

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

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.

¹² Kaynak: Rasyonet, 9 Haziran 2023

b. 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.

Tablo 37: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanı ¹¹

	Döviz Cinsi	Piyasa Değeri	Net Kar	F/ K
GEBERIT AG-REG	CHF	16.614	701	23,7x
MOHAWK INDUSTRIES INC	USD	6.083	716	8,5x
TOTO LTD	JPY	743.811	38.943	19,1x
DYNASTY CERAMIC PUB CO LTD	THB	18.681	1.437	13,0x
SAUDI CERAMIC CO	SAR	2.740	137	20,0x
VIGLACERA CORP JSC	VND	19.748.043	1.219.015	16,2x
VICTORIA PLC	GBP	638	38	16,8x
INTERNACIONAL DE CERAMICA-B	MXN	12.006	870	13,8x
VILLEROY & BOCH AG-PREF	EUR	426	71	6,0x
INROM CONSTRUCTION INDUSTRIE	ILS	1.651	129	12,8x
ARWANA CITRAMULIA TBK PT	IDR	6.556.162	550.938	11,9x
SOMANY CERAMICS LTD	INR	28.600	715	40,0x
HAMAT GROUP LTD	ILS	501	109	4,6x
RAS AL KHAIMAH CERAMICS	AED	2.656	320	8,3x
ORIENT BELL LTD	INR	7.560	225	33,6x
UNION MOSAIC INDUSTRY PUB CO	THB	1.079	116	9,3x
Medyan				13,4x

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

Tablo 38: Yabancı Benzer Şirketler F/ K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

Şirket ile benzer faaliyetleri olan yerli şirketlerin F / K çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bien Yapı Ürünleri, Batı Çimento, Batisöke Çimento, Çimentaş, Çimsa, Ege Seramik, Göltaş Çimento, Uşak Seramik ve Konya Çimento çarpanları uç değer olarak değerlendirilmiş ve medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Tablo 39: Yerli Benzer Şirketler F / K Çarpanı ²²

	Piyasa Değeri (mln TL)	Net Kar (mln TL)	F / K
AFYON ÇİMENTO	3.628	362	10,0x
AKÇANSA	15.842	2.090	7,6x
BATI ÇİMENTO	6.984	-373	
BATISÖKE ÇİMENTO	1.392	-699	
BİEN YAPI ÜRÜNLERİ	12.604	715	17,6x
BURSA ÇİMENTO	9.165	1.327	6,9x
ÇİMENTAŞ	5.314	970	5,5x
ÇİMSA	15.427	3.559	4,3x
EGE SERAMİK	2.138	255	8,4x
GÖLTAŞ ÇİMENTO	2.623	682	3,8x
İNTEMA	1.664	159	10,5x
KALEKİM KİMYEVİ MADDELER	6.204	530	11,7x
KONYA ÇİMENTO	16.569	122	135,3x
KÜTAHYA PORSELEN	1.894	181	10,5x
NUH ÇİMENTO	20.159	2.255	8,9x
OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI	49.848	5.295	9,4x
QUA GRANİT HAYAL YAPI	21.444	1.654	13,0x
UŞAK SERAMİK	835	174	4,8x
Medyan			10,0x

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

Tablo 40: Yerli Benzer Şirketler F / K Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

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

Tablo 41: F/K Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

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

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.

2 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 42: Piyasa Çarpanları Analizi Özet

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

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- 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.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 43: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

(milyon TL)	2023 Son 9 ay	2024	2025	2026	2027	2028	2029	Nihai Dönem
Net Satışlar	7.092	14.870	20.906	24.166	26.536	28.924	31.528	33.104
yıllık büyüme		68%	41%	16%	10%	9%	9%	5%
FVÖK	924	2.140	3.590	4.207	4.601	5.015	5.466	5.740
FVÖK marjı		14%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
(-) Vergi Ödemeleri	185	428	718	841	920	1.003	1.093	1.148
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	739	1.712	2.872	3.365	3.681	4.012	4.373	4.592
(+) Amortisman	98	253	380	476	556	643	737	826
(-) NİS'teki Artış	-209	1.110	1.134	606	438	443	482	292
(-) Yatırım Harcamaları	2.310	608	706	762	833	908	990	1.040
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-1.263	246	1.411	2.473	2.965	3.304	3.638	4.086
İndirgeme Oranı (AOSM)	14,3%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	
İndirgeme Faktörü	114,3%	136,2%	162,2%	193,1%	230,0%	274,0%	326,3%	
SNA'nın 31.03.2023 itibarıyla değeri	-1.105	181	870	1.281	1.289	1.206	1.115	
SNA Toplamı	4.837							
Terminal büyüme oranı	5,0%							
Terminal AOSM	19,1%							
Terminal Değer (TD)	28.981							
TD'nin Bugünkü Değeri	8.882							
Firma Değeri	13.719							
Net Borç (31.03.2023)	1.731							
Özsermaye Değeri (31.03.2023)	11.988							
Değerleme Tarihi İtibarıyla Değerleme Faktörü	103%							
Özsermaye Değeri (31.05.2023)	12.343							

6. SONUÇ

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 44: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

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

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

Tablo 45: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

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

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.

Ek 1: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 Ankara

14.06.2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık 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, bu Fiyat Tespit Raporu'nda 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,
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Levent Mahallesi Çömür Sokak No:1A
A Blok Kat:1 - 22 - 23 - 24 - 25 - 27
34399 Levent - Beşiktaş / İstanbul
Sic. No: 257689 | Mersis No: 0380-0023-1910-0016
www.ykyatirim.com.tr

Sadık Çulcuoğlu
Genel Müdür Yardımcısı

Gökhan Köroğlu
Müdür

Ek 2: Lisans Belgesi



SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş. LİSANS DURUM BELGESİ

MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ

T.C. Kimlik No :
Adı Soyadı : GÖKHAN KÖROĞLU

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZBY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 206621
Geçerlilik Tarihi : 22.04.2024
Düzenlenme Tarihi : 10.06.2015
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; GÖKHAN KÖROĞLU isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://lisans.spl.com.tr/belge-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınızda yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısı'na ait Barındırıcı Belge Doğrulama uygulamasını ile yandaki QR kodu okutularak da doğrulamayı yapabilirsiniz.



YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Levent Mahallesi Çamurlu Sokak No:11A
A Blok Kat: 21 - 22 - 23 - 24 - 25 - 27
34330 Üsküdar - Beşiktaş / İstanbul
Sicil No: 257436 | Mersis No: 0398002319100016
www.yk Yatirim.com.tr