

KİMTEKS POLİÜRETAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 10

20 Nisan 2022

1-Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Kimpur") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 6 Nisan 2022 tarihli Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-Şirket Hakkında Özet Bilgi

Kimteks Kimya, 1983 yılından beri suni deri, kauçuk, yapıştırıcı ve boya gibi farklı sektörlere hammadde tedarik etmektedir. 1999 yılında "Poliüretan Sistem Evi" yatırımı ile "Ayakkabı Taban Sistemleri, Esnek Köpük Sistemleri, Sert Köpük Sistemler, Polyester Polioller ve Case adı verilen Kaplama, Yapıştırıcı, Mastik ve Elastomerleri"ni de içeren beş ana ürün grubunda üretim, satış ve dağıtımına başlamıştır. 1999 yılında Hadımköy'de kiralık bir tesiste başlayan üretim, 2008 yılında Gebze Plastikçiler Organize Sanayi Bölgesi'nde yer alan tesise taşınmış olup, 31 Aralık 2015 tarihine kadar faaliyetlerine devam etmiştir. "KIMPUR" marka adını kullanan Kimteks Poliüretan 1 Eylül 2015 tarihinde kurulmuştur. Kimpur Poliüretan, Kimteks Kimya Tekstil Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 30.09.2015 tarihli bilançosu uyarınca sahibi olduğu tüm üretim faaliyetlerini kısmi bölünme suretiyle 31 Aralık 2015'te Kimteks Kimya'dan aynı sermaye olarak devralmış, 38 yıllık deneyime sahip bir şirkettir. Kimteks Poliüretan, bölünme öncesi yaklaşık 28.500 ton olan poliüretan sistemleri satış miktarını artırarak 2020 yılında yaklaşık 73.000 ton satış hacimine ulaşmıştır. 2021 yıl sonu itibarıyla satışlar yaklaşık 88.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

2016 yılında Şirket "Yeniden Yapılanma-Değişim" adlı bir çalışma başlatılmış olup, Ar-Ge altyapı ve insan kaynakları anlamında güçlendirilip öncelikle 20 kişi ve nihai durumda 26 kişi ile bugünkü Ar-Ge yapısına kavuşmuştur. Şirket, 2017 yılında Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı destekli, Ar-Ge Merkezi olmuş ve devlet destekli birçok projeyi tamamlanmış ve birçok projeye devam etmektedir.

Şirket 2017 yılında 65 bin ton olan toplam kapasitesini; 2018 ve 2019 yıllarında, kendi kaynakları ile tamamladığı yatırımları ile 2020 yılında 104.657 tona çıkarmıştır. Şirket'in 10.12.2021 tarihli Kocaeli Valiliği Çevre ve Şehircilik İl Müdürlüğü tarafından düzenlenen son ÇED raporuna göre toplam kapasite izni 170.000ton/yıl'dır. 04.01.2022 tarihli yeni kapasite raporuna göre yıllık kapasite toplamda 129.353 tondur.

2021 yılında, 13.350 m2 olan mevcut alanında üretim ve depolama anlamında genişleme alanı kalmadığı için, Şirket için yeni bir üretim tesisi zorunlu olmuştur. Bu anlamda, devlet teşviki kapsamında da destek alınabilecek bir üretim tesisi için, Düzce Gümüşova Organize Sanayi Bölgesi seçilmiş ve arazi için ön anlaşma yapılmıştır. Projelendirme devam etmektedir.

Şirket'in yıllar itibarıyla, net satışlarının yurt içi ve yurt dışı dağılımı aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Satışlar (TL)	2019	%	2020	%	2021	%
Yurtiçi Satışlar	411.204.415	57,51	633.641.310	67,50	1.591.238.466	73,24
Yurtdışı Satışlar	303.794.532	42,49	305.120.023	32,50	581.449.998	26,76
Toplam	714.998.947	100,00	938.761.333	100,00	2.172.688.464	100,00

Kaynak: Kimpur İzahname

3-Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 11.550.000 TL Sermaye Artırımı ve 21.450.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Bu durumda, Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payların toplam nominal değeri 33.000.000 TL (Ek Satış Dâhil 37.950.000 TL) olacaktır. Halka arz fiyatı 29,00 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 957.000.000 TL (Ek Satış Dâhil 1.100.550.000 TL) olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 3.524.950.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 20-22 Nisan 2022 tarihleri arasında “Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul’da Yıldız Pazar’da işlem görecektir.

Talep Toplama Tarihleri	20 - 21 - 22 Nisan 2022
Halka Arz Fiyatı	29,00 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	“En İyi Gayret Aracılığı” ve “Sabit Fiyat İle Talep Toplama”
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	110.000.000 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	11.550.000 TL nominal (Sermaye Artırımı) 21.450.000 TL nominal (Ortak Satışı) 4.950.000 TL nominal (Ek Satış) Toplam 33.000.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Dahil 37.950.000 TL)
Halka Açıklık Oranı	%27,15 (Ek Satış Dâhil %31,22)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	121.550.000 TL
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)/ Pazarı	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	19.800.000 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%60) 13.200.000 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%40)
Taahhütler	İhraççı, Halka Arz Edilecek Paylar'ın Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağı ve yönetim kontrolüne sahip olunan herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasının sağlanacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuştur. Şirket ortaklarından Yuda Leon Mizrahi, İsak İzi Mizrahi, Etel Sason, Beti Mizrahi, Salvo Özserfati, Yener Rakıcioğlu, Murat Kuzkan ve İnnovis Ticaret ve Danışmanlık A.Ş., Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağı ve yönetim kontrolüne sahip olunan herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasının sağlanacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuşlardır. Şirket ortaklarından İnnovis Ticaret ve Danışmanlık A.Ş., Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca maliki olduğu Şirket paylarının halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satılmaması, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmaması doğrultusunda taahhütte bulunmuştur. Şirket ortaklarından Yuda Leon Mizrahi, İsak İzi Mizrahi, Etel Sason, Beti Mizrahi, Salvo Özserfati, Yener Rakıcioğlu, Murat Kuzkan, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca maliki oldukları Şirket paylarının halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satılmaması, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmaması doğrultusunda taahhütte bulunmuşlardır.
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gündür. Yatırım Finansman, fiyat istikrarı işlemlerinde Halka Arz Eden Pay Sahipleri'ne ait payların satışından elde edilecek brüt halka arz gelirinin %30'unu kullanacaktır.

4-Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arzdan Önce			Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Pay Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Yuda Leanon Mizrahi	A	23.594.000	21,45%	23.594.000	19,41%	23.594.000	19,41%
	B	26.844.000	24,40%	17.008.590	13,99%	14.738.880	12,13%
İsak İzi Mizrahi	A	5.547.000	5,04%	5.547.000	4,56%	5.547.000	4,56%
	B	6.311.000	5,74%	3.998.690	3,29%	3.465.080	2,85%
Innovis Ticaret ve Danışmanlık A.Ş.	A	3.859.000	3,51%	3.859.000	3,17%	3.859.000	3,17%
	B	4.391.000	3,99%	2.782.250	2,29%	2.411.000	1,98%
Etel Sason	B	15.349.000	13,95%	12.355.945	10,17%	11.665.240	9,60%
Beti Mizrahi	B	11.858.000	10,78%	9.545.690	7,85%	9.012.080	7,41%
Salvo Özserfati	B	11.000.000	10,00%	8.855.000	7,29%	8.360.000	6,88%
Yener Rakıcioğlu	B	1.100.000	1,00%	885.500	0,73%	836.000	0,69%
Murat Kuzkan	B	147.000	0,13%	118.335	0,10%	111.720	0,09%
Halka Açık	B	-	-	33.000.000	27,15%	37.950.000	31,22%
Toplam		110.000.000	100,00%	121.550.000	100,00%	121.550.000	100,00%

Kaynak: Kimpur İzahname

5-Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzı ile;

- Kaynak elde edilmesi,
- Kurumsallaşmaya hız kazandırılması,
- Şirket değerinin ortaya çıkması,
- Bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması,
- Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket, halka arzdan maliyetler arındırılmamış haliyle 321,7 milyon TL nakit kaynak elde etmeyi planlamaktadır.

Halka arz ortak satışı ve sermaye artırımını yolu ile gerçekleşecektir. Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin tasarrufunda olacaktır. Sermaye artırımını yolu ile elde edilen fonun kullanım yerleri aşağıda detaylandırılmıştır:

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
Düzce Tesisinin Yatırım Finansmanı	50
İşletme Sermayesinin Karşlanması ve Banka Kredilerinin Kapatılması	50

Kaynak: Kimpur İzahname

6-Özet Finansallar

Kimpur - Özet Finansallar			
Gelir Tablosu (milyon TL)			
Göstergeler	2019	2020	2021
Satışlar	715,0	938,8	2.172,7
Satışların Maliyeti (-)	600,1	746,9	1.793,2
Brüt Kar	114,9	191,9	379,4
Brüt Kar Marjı	16,1%	20,4%	17,5%
Faaliyet Giderleri (-)	38,9	45,4	90,7
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir-Gider (Net)	8,3	9,8	248,4
Esas Faaliyet Karı	84,3	156,4	537,1
Esas Faaliyet Kar Marjı	11,8%	16,7%	24,7%
Net Finansman Geliri/Gideri	-38,4	-55,7	-134,8
Net Kar	36,2	80,4	316,4
Bilanço (milyon TL)			
	2019	2020	2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	53,2	281,2	522,2
Ticari Alacaklar	309,0	477,3	1.065,4
Diğer	123,6	207,1	483,6
Dönen Varlıklar	485,8	965,6	2.071,3
Maddi Duran Varlıklar	71,2	68,8	108,0
Diğer	16,7	31,1	29,1
Duran Varlıklar	88,0	99,9	137,1
Toplam Varlıklar	573,7	1.065,5	2.208,4
KV Finansal Borçlar	183,7	523,6	1.034,1
KV Ticari Borçlar	148,5	206,0	439,8
Diğer	23,3	48,5	156,2
KV Yükümlülükler	355,6	778,0	1.630,1
UV Finansal Borçlar	2,4	2,4	2,5
Diğer	7,8	9,6	9,1
UV Yükümlülükler	10,2	12,0	11,6
Ödenmiş Sermaye	110,0	110,0	110,0
Diğer	97,9	165,5	456,7
Özkaynaklar	207,9	275,5	566,7
Toplam Kaynaklar	573,7	1.065,5	2.208,4

Kaynak: Kimpur Bağımsız Denetim Raporu, TSKB Fiyat Tespit Raporu

7-Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından TSKB'nin hazırladığı 6 Nisan 2022 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde, halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında yurt dışı borsalarda faaliyet gösteren benzer şirketler incelenmiştir. Borsa İstanbul'da Şirket'in büyüklüğü ve ürün gamına uygun bir şirket olmaması nedeniyle sadece yurt dışı borsalarda işlem gören şirketler dikkate alınmıştır. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin poliüretan sektöründe aktif bir ürün gamı olmasına dikkat edilmiştir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurulduğunda, bu alanda faaliyet gösteren çok sayıda şirket bulunmaktadır. Bu benzer şirketler iki gruba ayrılarak her biri kendi içinde değerlendirilmiştir. Poliüretan sektöründe gelişmekte olan ülkelerde bulunan ve gelişmiş ülkelerde bulunan şirketler sırasıyla; Grup 1 ve Grup 2 olarak değerlendirilmiştir.

Şirket'in içinde bulunduğu sektör ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.

Grup 1 değerlendirmesinde baz alınan temel kriter, benzer ülke risk primine ve yüksek büyüme potansiyeline sahip olmalarıdır. Grup 1 için belirlenmiş şirketlerin, ülke isimleri, piyasa değerleri, firma değerleri, 2021 yılı Firma Değeri/FAVÖK çarpanları ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Grup 1 içinde belirlenmiş şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK 2021 ve Firma Değeri/FAVÖK 2022 tahmini çarpanlarında 4,00 altında ve 17,00 üzerinde bulunan değerler uç değer olarak değerlendirilmiş olup, medyan hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Şirket ihracat gelişimine oldukça önem vermekte olup, 2021 yıl sonu itibarıyla 45'ten fazla ülkeye ihracat yapmaktadır. Şirket yıllar içinde ihracat satış tutarını sürekli olarak artırmıştır. İhracat noktasında Şirket'in; Letonya'da kurulan SIA Kimpur Europe, Kimpur International Trading Limited ve Kimplast tesisleri önem arz edecek olup, projeksiyon süresince ihracatı hem tutar bazlı hem de miktar bazlı geliştirmesi planlanmaktadır. Dolayısıyla yapılan analizlerde şirketin nihai olarak büyüme hedeflerini gerçekleştirme noktasında nasıl konumlanacağı konusunda bir öngörü oluşturması için Grup 2 çarpan analizine dahil edilmiştir. Grup 2'te bulunan şirketler gelişmiş ülkelerde bulunan şirketin de faaliyette bulunduğu sektör içerisinde yer almaktadır. Grup 2 içinde değerlendirilen şirketler buldukları sektörlerin ana oyuncularları oldukları ve büyüme olgunluğuna belirli noktalarda ulaştıkları için gelişmekte olan ülkelerde bulunan firmalara nazaran daha düşük büyüme oranlarına sahiptirler. Yapılan değerlendirme çalışmasında hem Şirket'in faaliyet gösterdiği ülkenin gelişmekte olan bir ülke olması hem de değerlendirme çalışmasının doğruluğunu artırmak amacıyla Grup 2'de bulunan şirket çarpanlarına %10 oranında iskonto uygulanmıştır.

Grup 2 için belirlenmiş şirketlerin, ülke isimleri, piyasa değerleri, firma değerleri, 2021 yılı Firma Değeri/FAVÖK çarpanları ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Grup 2 içinde belirlenmiş şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK 2021 ve Firma Değeri/FAVÖK 2022 tahmini çarpanlarında 4,00 altında ve 17,00 üzerinde bulunan çarpanlar uç değer olarak değerlendirilmiş olup, medyan hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin temel piyasa bilgileri ve değerlendirme rasyoları aşağıdaki tabloda verilmektedir. Değerleme kapsamında, 2021 yılı FD/FAVÖK ve 2022 yılı tahmini FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Şirket'in piyasa fiyatına ulaşmak adına, ağırlıklandırma olarak 2021 FD/FAVÖK çarpanına %50, 2022 tahmini FD/FAVÖK çarpanına %50 ağırlık verilmesi uygun görülmüştür. Geleceğe yönelik FD/FAVÖK çarpanları, örneklemedeki şirketlerin güncel firma değerlerinin araştırma analistlerinin bu firmaların gelecekte yaratmasını tahmin ettikleri FAVÖK'lere bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Çarpan analizinde FAVÖK tutarı 2021 yılı için 30.479 bin Euro, 2022 yılı için de 40.448 bin Euro olarak hesaplanmıştır.

Şirket Grupları	FD/FAVÖK 2021	FD/FAVÖK 2022 Tahmini
Ağırlıklandırma	50%	50%
Grup 1 Medyan Değeri (%50)	11,29x	9,74x
Grup 2 Medyan Değeri (%50) - (%10 İskontolu)	6,84x	5,16x
Grupların Ağırlıklandırılmış Ortalama Çarpan Değeri	9,06x	7,45x

Kaynak: TSKB Fiyat Tespit Raporu

Grup 1 ve Grup 2 olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2021 çarpan değerlerinin medyanları; sırasıyla 11,29x ve 6,84x, FD/FAVÖK 2022 tahmini çarpan değerlerinin medyanları; sırasıyla 9,74x ve 5,16x olduğu gözlemlenmektedir. Hazırlanmış bu iki grup için de %50 - %50 bir ağırlıklandırma yapılmıştır. Ağırlıklandırılmış ortalama çarpan değeri FD/FAVÖK 2021 için 9,06x, FD/FAVÖK 2022 tahmini için 7,45x olarak belirlenmiştir.

Grup 1 ve Grup 2 olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin 2021 yılı ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK çarpanı sırasıyla;

- FD/FAVÖK = 9,06x hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK 2022 yılı tahmini ağırlıklandırılmış çarpanları ise sırasıyla;

- FD/FAVÖK = 7,45x hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Özeti (Bin Euro)	FD/FAVÖK 2021	FD/FAVÖK 2022 Tahmini
Ağırlıklandırma	50%	50%
Firma Değeri	276.234	301.401
Toplam Net Finansal Borç	35.035	
Öz Sermaye Değeri	253.783	

Kaynak: TSKB Fiyat Tespit Raporu

Sonuç itibarıyla TSKB, çarpan analizi yönteminde Şirket için 253,8 milyon Euro özsermaye değerine ulaşmaktadır.

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, değerlendirme çalışmasına esas teşkil etmek üzere TSKB'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin doğruluğu denetlenmemiştir. Şirket'in geçmiş dönem verileri ışığında paylaştığı gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar, şirketin 5 yıllık iş planı çerçevesinde 2022-2026 yılları için hazırlanmıştır.

Şirket gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken farklı ürün kategorilerindeki satışları ve farklı satış kanallarındaki trendleri analiz etmiştir. İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda açıklanmaktadır:

- Şirket'in hammadde alımlarının tamamına yakını döviz cinsinden veya döviz bazlı olması, ana gelir kaynaklarının %50'sinin döviz cinsinden veya döviz bazlı olması dolayısıyla projeksiyonlar Euro cinsinden hazırlanmıştır.
- Şirket'in halihazırda konsolidasyonu kapsamında değerlendirilmeyen, Letonya'da faaliyete başlayacak olan SIA Kimpur Europe tesisinin 2022 yılı içinde konsolidasyona dahil edilerek üretime başlayacağı planlanarak projeksiyon kapsamına alınmıştır.
- Şirket'in, arazisini ve teçhizatını satın almış olduğu Düzce'de yapılması planlanan fabrikanın, 2023 yılında kademeli olarak faaliyete geçeceği öngörülerini çerçevesinde projeksiyon yapılmıştır.
- Kimpur International Trading Malta bağlı ortaklığının, Kimpur Gebze ve Düzce tesislerinde üretilen ürünlerin bir kısmının ihracatında aracı konumda olması planlanmıştır. Bu sebeple 2022-2026 dönemi için hazırlanmış projeksiyon, Kimpur International Trading Malta'nın satışlarda herhangi bir etkisinin olmayacağı varsayımı altında hazırlanmıştır.
- Kimpur Rus ve Cis üretim tesisi olmayıp, yalnızca Şirket ürünlerinin Rusya'daki satış ve dağıtımını sağlamaktadır. Dolayısıyla projeksiyon çalışmasının kapsamına dahil edilmemiştir.
- Şirket'in son durumda %83,33 oranında bağlı ortaklığı haline gelen Kimplast Granül Sanayi ve Ticaret A.Ş., 2022-2026 projeksiyon kapsamında konsolidasyona tabi tutulmuştur.

Rapor'da risksiz faiz oranı olarak, 5/11/2047 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond'un 6 Nisan 2022 itibarıyla getirisi olan %8,50 baz alınmıştır. Türkiye hisse senedi risk primi 2022-2026 yılları döneminde %5,50 olarak sabit tutulmuştur. Şirket'in kaldıraçsız betası, yurt dışı benzer sektördeki şirketlerin kaldıraçsız betalarının medyanı olan 0,91 alınarak projeksiyon süresince sabit tutularak kullanılmıştır. Şirket'in sermaye yapısında Hedef Borç / (Borç+öz Sermaye) oranı Şirket'in 2021 yıl sonu finansal tablolarında yer alan Net Finansal Borç/ (Net Finansal Borç+ Özkaynaklar) oranı olan %47,58 olarak sabit öngörülmüştür. Kurumlar vergisi ise 2022 yılı için %23, sonraki yıllarda %20 olarak alınmıştır. Ayrıca, sonsuz değer hesabında ihtiyatlı davranmak adına %20 olarak alınmıştır. Vergi öncesi Euro bazlı borçlanma maliyeti %10,00 olarak tahmin edilmiş olup, vergi sonrası borçlanma maliyeti olarak %7,70 hesaplanmaktadır. Şirket'in 2026 yılı sonrasına ilişkin terminal büyüme oranı %1,00 olarak alınmıştır.

AOSM

Hedef Öz Sermaye / (Borç + Öz Sermaye)	52,42%
Hedef Borç / (Borç + Öz Sermaye)	47,58%
Vergi Oranı	23,00%
Kaldıraçsız Beta	0,91
Kaldıraçlı Beta	1,55
Risksiz Getiri Oranı	8,50%
Piyasa Risk Primi	5,50%
Öz Sermaye Maliyeti	17,00%
Borçlanma Maliyeti	10,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,70%
AOSM	12,57%

Kaynak: TSKB Fiyat Tespit Raporu

İNA (bin Euro)	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	251.863	314.152	362.140	387.886	414.711
Yıllık Büyüme (%)	21,0%	24,7%	15,3%	7,1%	6,9%
FVÖK	38.769	45.759	51.281	54.653	59.024
FVÖK Marjı	15,4%	14,6%	14,2%	14,1%	14,2%
FAVÖK	40.448	48.676	55.440	58.132	62.159
FAVÖK Marjı	16,1%	15,5%	15,3%	15,0%	15,0%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(35.289)	(24.310)	(18.943)	(9.637)	(9.836)
Yatırım Harcamaları	(5.882)	(6.159)	(6.251)	(1.800)	(1.831)
Vergi	(5.223)	(6.508)	(9.102)	(10.847)	(11.692)
Serbest Nakit Akımları	(5.946)	11.700	21.145	35.847	38.800
AOSM	12,57%	12,57%	12,57%	12,57%	12,57%
İndirgeme Oranı	89%	79%	70%	62%	55%
İndirgenmiş Nakit Akımları	(5.292)	9.233	14.821	22.320	21.460
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	62.553				
Terminal Büyüme Oranı	1,0%				
Terminal Değer	397.981				
Terminal Değerin Bugünkü Değeri	220.120				
Firma Değeri	282.673				
Net Finansal Borç (31.12.2021)	35.035				
Özsermaye Değeri	247.638				

Kaynak: TSKB Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 2022-2026 yılı için yapılmış projeksiyonundan her sene için serbest nakit akımları elde edilmiştir. Serbest nakit akımlarının her birinin ilgili yıla ait indirgeme oranı ile indirilmesi suretiyle İNA hesaplanmıştır.

TSKB İNA yönteminin Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmeyeceğini belirtmektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşabileceğini de ifsde etmektedir.

Sonuç itibarıyla TSKB, %1,0 sonsuz büyüme oranı ve %12,57 AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31 Aralık 2021 bilanço tarihindeki 35,0 Milyon Euro net borcu düştüğünde Şirket için 247,6 milyon Euro özsermaye değerine ulaşmaktadır.

8-Sonuç

TSKB tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri sırasıyla %50 ve %50 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Kimpur için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde pay başına düşen ortalama değer 36,59 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %20,8 oranında iskonto uygulanarak Şirket’in halka arz fiyatı 29,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (Bin Euro)	Öz Sermaye Değeri*	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	247.638	50%	123.819
Piyasa Çarpanları Analizi*	253.783	50%	126.891
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			250.710

*FD/FAVÖK 2021 ve FD/FAVÖK 2022T çarpanları ile ortaya çıkan değerleri ortalamasıdır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin Euro)	250.710
Euro/TL Kuru* (06/04/2022)	16,05
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin TL)	4.024.978
Ödenmiş Sermaye (TL)	110.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	36,59
Halka Arz İskontosu (TL)	20,8%
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	29,00

*İlgili tarihlerde TCMB Euro/TL kuru alış ortalama değeri kullanılmıştır.

Kaynak: TSKB Fiyat Tespit Raporu

TSKB Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

TSKB tarafından hazırlanan Kimpur fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket’in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem “Piyasa Çarpanları” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca “Piyasa Çarpanları” yönteminde, Şirket’in faaliyet gösterdiği sektörün dinamikleri de dikkate alındığında benzer şirketlerin çarpanlarının iki grupta değerlendirilmesini makul buluyoruz.
- AOSM’de, risksiz faiz oranı ve borçlanma maliyetlerinin uygun olduğu görüşündeyiz.
- Uygulanan %20,8 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Kimpur için %20,8 halka arz iskontosuyla 29,00 TL fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerinticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.
