

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB) tarafından hazırlanan Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	KMPUR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %60 Yurt İçi Kurumsal : %40
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	20-21-22 Nisan 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	110.000.000 TL
Sermaye Artırımı	11.550.000 TL
Ortak Satışı	21.450.000 TL
Ek Satış	4.950.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	121.550.000 TL
Halka Açıklık Oranı	27,15%
Talep Toplama Fiyatı	29,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	957.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.190.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.524.950.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021	10,08
FD/FAVÖK1 2021	12,25
FD/FAVÖK2* 2021	6,72
PD/DD 2021	5,65

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021	11,14
FD/FAVÖK1 2021	12,25
FD/FAVÖK2* 2021	6,72
PD/DD 2021	3,92

*Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider dahil edilerek hesaplanan FAVÖK rakamına göre

Özet Bilgi

- Kimteks Kimya, 1983 yılından beri suni deri, kauçuk, yapıştırıcı ve boya gibi farklı sektörlerde 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 dağıtıma 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.
- "KİMPUR" 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.
- 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 170.000 ton/yıldır. 04.01.2022 tarihli yeni kapasite raporuna göre yıllık kapasite toplamda 129.353 tondur.
- 2019 yılında, yurt dışı satış hacmini artırmak amacıyla yurt dışında yerel çalışan bir ihracat satış ekibi kurulması hedeflenmiş; Ortadoğu pazarı, Mısır pazarı ve Özbekistan'da yerleşik çalışanlarla uzun vadeli sözleşmeler kapsamında çalışmalar başlatmıştır. Ayrıca, 2018 yılında Rusya'da Kimpur Rus ve Cıs Limited Company isimli bir şirket kurulmuş ve Rusya ile çevre ülkelere satış amaçlı altyapı tamamlanmış, satışlar artmaya başlamıştır.
- Avrupa'daki yapılanma hedefi kapsamında Letonya'da kimya sanayi sektöründe faaliyet gösteren, 25 bin ton kapasiteli 'Adamantan SA' firması ile iş birliğine giderek; mevcut bina ve sabit kıymet yatırımlarının devredildiği, Letonya'da kurulan SIA Kimpur Europe isimli yeni şirkette ortaklık gerçekleştirmiştir. Ortaklığın %74,99'unun Şirket'e ait olarak 15.03.2022 tarihinde tescil işlemleri tamamlanmıştır. SIA Kimpur Europe unvanlı şirket faaliyetlerine Şirket'in bağlı ortaklığı olarak başlayacaktır. Bu yapılan yatırımla birlikte şirket üretim kapasitesine ilave 25 bin ton artış sağlarken aynı zamanda Avrupa'da üretim yaparak bu bölgede bulunan ülkelerdeki satışlarına katkı sağlaması hedeflenmektedir.
- 2021 yılında, Şirket'in kullanılan hammaddelerin ve birtakım farklı kimyasalların tedariki ve satışı amaçlı, Malta'da Kimpur International Trading Limited kurulmuştur.
- 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. Bu tesiste, 2022-2024 yılları arasında; 50 bin ton ek PU sistem kapasitesine, 5 bin ton kapasiteli bir PET geri dönüşüm tesisine, 10 bin ton eva granül hammadde üretim kapasitesine yönelik yatırımlar planlanmaktadır.
- Şirket toplam 1.000'den fazla müşteriye yaklaşık 600 ayrı poliüretan sistemi ile hizmet etmektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %50'sini Şirket'in kapasite arttırma ihtiyacını karşılamak, mevcut ve yeni ürün gruplarını üretmek üzere, Düzce tesisinin yatırımının finansmanında
- %50'sini büyümeye bağlı olarak artan işletme sermayesinin karşılanması ve banka kredi borçlarının bir kısmının kapatılmasında kullanmayı planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Kimteks Poliüretan Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Yuda Leon Mizrah	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%
İnnovis 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 Rakıoğlu	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 Kısım			0,00%	33.000.000	27,15%	37.950.000	31,22%
Toplam		110.000.000	100,0%	121.550.000	100,0%	121.550.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Kimteks Poliüretan Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2019	2020	2021
Dönen Varlıklar	485.784.984	965.595.205	2.071.253.090
Nakit ve Nakit Benzerleri	53.233.548	281.177.515	522.234.256
Finansal Yatırımlar		46.210.666	31.337.870
Ticari Alacaklar	308.951.989	477.290.556	1.065.391.205
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	7.456.295	4.926.262	5.094.156
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	301.495.694	472.364.294	1.060.297.049
Diğer Alacaklar	4.424.014	8.773.572	6.817.745
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	2.974.502	7.789.054	3.895.777
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1.449.512	984.518	2.921.968
Türev Araçlar			3.749.135
Stoklar	97.932.692	119.127.696	360.185.736
Peşin Ödenmiş Giderler	2.231.129	9.720.108	37.015.421
Diğer Dönen Varlıklar	19.011.612	23.295.092	44.521.722
Duran Varlıklar	87.952.747	99.868.424	137.100.682
Finansal Yatırımlar	228.300	228.300	228.300
Ticari Alacaklar	2.223.850	10.503.191	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	2.223.850	10.503.191	
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	965.562	24.538	
Maddi Duran Varlıklar	71.223.694	68.795.278	108.016.454
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.281.119	16.655.263	26.010.293
Kullanım Hakkı Varlıklar	4.018.201	3.661.854	2.780.727
Peşin Ödenmiş Giderler	12.021		64.908
Toplam Varlıklar	573.737.731	1.065.463.629	2.208.353.772

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	355.587.277	777.982.690	1.630.105.417
Kısa Vadeli Borçlanmalar	181.877.616	521.806.605	1.033.274.121
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.871.360	1.745.431	864.811
Ticari Borçlar	148.494.645	205.972.754	439.755.402
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>			971.339
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	148.494.645	205.972.754	438.784.063
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	608.307	671.355	2.091.462
Diğer Borçlar	598.801	5.108	165.252
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	556.784		
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	42.017	5.108	165.252
Türev Araçlar		10.051.370	5.725.030
Ertelenmiş Gelirler	13.307.486	24.583.712	49.522.634
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	660.956	6.337.245	64.011.163
Kısa Vadeli Karşılıklar	7.772.712	6.510.298	31.225.682
<i>Çalışanlara Sağlanan Fay. İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	7.616.295	6.510.298	31.225.682
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	156.417		
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	395.394	298.812	3.469.860
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.209.869	12.021.960	11.595.838
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2.439.288	2.379.489	2.490.818
Ticari Borçlar			1.380.608
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>			1.380.608
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.935.427	2.811.109	3.605.524
<i>Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	1.935.427	2.811.109	3.605.524
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.835.154	6.831.362	4.118.888
ÖZKAYNAKLAR	207.940.585	275.458.979	566.652.517
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	207.940.585	275.458.979	564.109.134
Ödenmiş Sermaye	110.000.000	110.000.000	110.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9.166.139	12.485.043	16.376.384
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar			
<i>Tanımlanmış Fayda Plan. Bir. Yen. Ölç. Kayıpları</i>	-109.274	-144.442	-86.089
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları</i>	33.123.954	33.123.954	55.292.710
Geçmiş Yıllar Karları	19.537.150	39.598.481	66.103.083
Net Dönem Karı	36.222.616	80.395.943	316.423.046
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			2.543.383
Toplam Kaynaklar	573.737.731	1.065.463.629	2.208.353.772

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kimteks Poliüretan Gelir Tablosu			
TL	2019	2020	2021
Hasılat	714.998.947	938.761.333	2.172.688.464
<i>Yıllık Değişim</i>		31,3%	131,4%
Satışların Maliyeti (-)	-600.126.965	-746.872.265	-1.793.241.157
<i>Yıllık Değişim</i>		24,5%	140,1%
Brüt Kar	114.871.982	191.889.068	379.447.307
<i>Yıllık Değişim</i>		67,0%	97,7%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	16,1%	20,4%	17,5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-16.800.580	-16.019.264	-37.520.092
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-22.067.230	-29.358.807	-53.136.879
Faaliyet Karı	76.004.172	146.510.997	288.790.336
<i>Yıllık Değişim</i>		92,8%	97,1%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	10,6%	15,6%	13,3%
Amortisman	8.914.382	11.173.148	13.726.052
FAVÖK1	84.918.554	157.684.145	302.516.388
<i>Yıllık Değişim</i>		85,7%	91,8%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	11,9%	16,8%	13,9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	63.287.380	137.724.464	767.803.599
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-54.974.117	-127.880.843	-519.450.065
Esas Faaliyet Karı	84.317.435	156.354.618	537.143.870
<i>Yıllık Değişim</i>		85,4%	243,5%
FAVÖK2	93.231.817	167.527.766	550.869.922
<i>Yıllık Değişim</i>		79,7%	228,8%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	13,0%	17,8%	25,4%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler			3.153.555
Özkaynak Yön. Değ.Yatırımların Kar./Zar. Paylar	-1.813.332	-941.024	1.115.290
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	82.504.103	155.413.594	541.412.715
Finansman Giderleri (-)	-38.433.136	-55.716.868	-134.827.699
Vergi Öncesi Kar	44.070.967	99.696.726	406.585.016
Vergi Gideri	-7.848.351	-19.300.783	-90.161.970
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	-11.923.849	-18.295.783	-91.186.891
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri</i>	4.075.498	-1.005.000	1.024.921
Dönem Karı	36.222.616	80.395.943	316.423.046

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- TSKB, Kimpur'un halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Kimpur özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- TSKB tarafından Kimpur'un halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketler 2 grupta kategorize edilerek Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 4,00 altında ve 17,00 üzerinde bulunan değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- TSKB, Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilançosundaki net borç ile 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini FAVÖK rakamlarını çarpan analizinde kullanmıştır.

Grup 1 Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Grup 1 şirketleri olarak gelişmekte olan ülkelerde poliüretan sektöründe faaliyet gösteren, benzer ülke risk primine ve yüksek büyüme potansiyeline sahip olan 16 şirket incelenmiştir.

Grup 1 Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK	
	2021	2022T
BASF India Ltd	14,30	15,39
Basic Chemical Industries Company SJSC	16,83	m.d
Beijing Comens New Materials Co Ltd	12,51	m.d
Hangjin Technology Co Ltd	33,22	m.d
Hongbaoli Group Corporation Ltd	22,67	m.d
Huafon Chemical Co Ltd	5,40	4,16
Jiangsu Maysta Chemical Co Ltd	18,98	m.d
Miracll Chemicals Co Ltd	34,64	m.d
Nylex (Malaysia) Bhd	4,19	m.d
Scientez Bhd	11,29	10,79
Shanghai Huide Science&Technology Co Ltd	24,44	m.d
Sheela Foam Ltd	53,04	45,65
Wanhua Chemical Group Co Ltd	10,89	8,68
Yongyue Science Science&Technology Co Ltd	1.585,34	m.d
Zhejiang Jihua Group Co Ltd	52,72	m.d
Zhejiang Sanmei Chemical Industry Co Ltd	29,36	m.d
Medyan	11,29	9,74

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Grup 2 Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Grup 2 şirketleri olarak gelişmiş ülkelerde bulunan şirketin de faaliyette bulunduğu sektör içerisinde yer alan 18 şirket incelenmiştir.

Grup 2 Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK	
	2021	2022T
Asahi Kasei Corp	5,73	5,81
Baiksan Co Ltd	10,22	m.d
Cathay Consolidated Inc	m.d	m.d
Chinyang Holdings Corp	18,68	m.d
Ciech SA	4,81	5,08
Covestre AG	3,47	4,03
Dingzing Advanced Materials Inc	12,06	m.d
Dongsung Finetec Co Ltd	10,04	8,10
Dow Inc	5,38	5,74
Huchems Fine Chemical Corp	5,02	4,31
Huntsman Corp	7,60	5,77
KPX Chemical Co Ltd	2,95	2,20
Mitsui Chemicals Inc	4,94	4,51
PCC Rokita SA	3,48	m.d
Qualipoly Chemical Corp	8,84	m.d
Sanyo Chemical Industries Ltd	4,93	4,86
SP Group A/S	12,42	10,76
Stepan Co	9,21	7,91
Medyan	7,60	5,74
Medyan (İskontolu -%10)	6,84	5,17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Grup 1 ve Grup 2 eşit ağırlıklandırılarak çarpan hesaplaması yapılmıştır. 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 sahiplerdir. Grup 2 şirketlerinin çarpanlarına %10 iskonto uygulanmıştır.

Çarpan	Ağırlık	FD/FAVÖK	
		2021	2022T
Grup 1 Medyan Değeri	50%	11,29	9,74
Grup 2 Medyan Değeri(%10 İskontolu)	50%	6,84	5,17
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri	100%	9,06	7,45

Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde, çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 253.783 bin Euro piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu(Bin Euro)	2021	2022T
FAVÖK	30.479	40.448
FD/FAVÖK (x)	9,06	7,45
Firma Değeri	276.234	301.401
Net Borç	35.035	35.035
Ağırlık	50%	50%
Öz Sermaye Değeri		253.783

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** 2022-2026 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken Şirket'in tonaj bazlı satış miktarları ve satış tutarlarının tahminlemesi yapılmıştır. Şirket'in Düzce'de ve Letonya'da hazırlıklarını sürdürdüğü tesisler projeksiyon döneminde konsolidasyona tabi tutulmuştur. Şirket'in projeksiyonları içerisinde değerlendirilen Kimplast'in projeksiyon süresince kademeli olarak satış hacmini geliştireceği planlanmıştır. Şirket'in Avrupa'daki yapılanma hedefi kapsamında, Letonya'da faaliyet gösteren 25 bin ton kapasiteli SIA Kimpur Europe tesisi ile üretim kapasitesini artıracak değerlendirilmiştir. Ayrıca, Şirketin Düzce'de satın almış olduğu arazi ve teçhizatları ile fabrika kurulumunun tamamlanıp faaliyetlerine 2023 yılından itibaren kademeli şekilde başlayacağı; Kimpur Düzce tesisinde 2022 yılından 2024 yılına aşamalar halinde toplam 50 bin ton ek üretim kapasitesi elde edeceği öngörülmektedir.
- Şirketin hammadde harcamalarının tamamına yakını döviz cinsinden veya döviz bazlı olarak gerçekleşmektedir. Aynı şekilde, Şirket satışlarının tamamının fiyatlaması döviz bazlı yapılmaktadır. Şirket'in satış fiyatları yurt içi ve ihracat pazarında farklı şekilde olabilmektedir. Şirket'in üretimini yaptığı ürünler için satış miktarı içindeki paylarını belirleyerek ağırlıklı ortalama satış fiyatı elde etmektedir. 2022-2026 projeksiyon dönemi için ürün gruplarının kilogram başına ihracat ve yurt içi satışlarının ağırlıklı ortalama satış fiyatı 2,47-2,55 Euro olacak şekilde tahminlenmiştir.
- Faaliyet Giderleri:** 2022 itibarıyla faaliyete geçecek olan SIA Kimpur Europe ve 2023 yılında kademeli olarak faaliyete geçecek Düzce tesislerinin satışları artıracak varsayımıyla, 2022-2026 dönemi için amortisman hariç faaliyet giderlerinin hasılat oranının %3,5-%3,9 aralığında olması öngörülmüştür.
- İşletme Sermayesi:** Şirket'in 2022-2026 yılları itibarıyla oluşturulan projeksiyonunda, Kimpur Gebze Tesisi, Kimplast, Kimpur Düzce Tesisi ve SIA Kimpur Europe tesislerinin işletme sermayeleri ayrı ayrı hesaplanmış olup Şirket'in ortaklığı oranında konsolidasyona tabi tutularak net işletme sermayesi hesaplanmıştır.
- Yatırım Harcamaları:** Projeksiyon dahilinde yapılacak Düzce tesisi yatırımı 2022 yılından başlayarak 2024 yılına kadar eşit harcamalar içerecek şekilde kullanılmıştır. Şirket Düzce

yatırımının tamamlanması ile birlikte yeni bir yatırım planlamamaktadır. Kalan projeksiyon döneminde de yatırım harcamalarının satışlara oranının azalacağı varsayılmıştır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 05.11.2047 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond 6 Nisan 2022 itibarıyla getirisi olan %8,50 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Şirket'in kaldıraçsız betası, yurt dışı benzer sektördeki şirketlerin kaldıraçsız betalarının medyanı olan 0,91 alınarak kaldıraçlı beta 1,55 olarak hesaplanmış olup makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** %17 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Vergi öncesi Euro bazlı borçlanma maliyeti %10,00 olarak tahmin edilmiş olup, vergi sonrası borçlanma maliyeti olarak %7,70 hesaplanmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve öz kaynak toplamına oranı olarak %43,90 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM, %12,57 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %1 olarak varsayılmıştır. Uç değerinde kullanılacak nakit akımı 2026 yılındaki nakit akımına bazı revizyonlar yapılarak belirlenmiştir.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 35.035 bin Euro net borç düşülerek 247.638 bin Euro piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Bin Euro)	Ağırlık	Değer
İNA Yöntemi	50,00%	247.638
Çarpan Analizi	50,00%	253.783
Ağırlıklandırılmış Değer	100,0%	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
Pay Başı Değer, TL		36,59
Halka Arz İskontosu		20,8%
Halka Arz Fiyatı, TL		29,00

*İlgili tarihin TCMB Euro/TL kuru alış değeri kullanılmıştır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %20,8 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 36,59 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,8'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Kimpur'un fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Kimpur özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- TSKB tarafından Kimpur'un halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketler 2 grupta kategorize edilerek Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz. Ayrıca yurt içi benzer şirket çarpanlarının incelenmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpanı hesabında 4,00 altında ve 17,00 üzerinde bulunan değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- TSKB, Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilançosundaki net borç ile 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini FAVÖK rakamlarını çarpan analizinde kullanmıştır. Değerlemenin Euro olarak yapılması nedeniyle Şirket'in Euro kuruna çevrilmiş verileri kullanılmıştır. Euro bazlı bilanço ve gelir tablosunun veya bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin çevrimin de kullanılan Euro/TL kuru rakamının raporda yer almamasını eksiklik olarak addediyoruz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı 05.11.2047 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond 6 Nisan 2022 itibarıyla getirisi olan %8,50 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Şirket'in kaldıraçsız betası, yurt dışı benzer sektördeki şirketlerin kaldıraçsız betalarının medyanı olan 0,91 alınarak kaldıraçlı beta 1,55 olarak hesaplanmış olup makuldür.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20,8'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak Kimpur'un halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20,8 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 29,00 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.