

Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

19 Nisan 2022



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	4
3	Finansal Durum	5
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	8
4.1	Pazar Yaklaşımı	8
4.2	Gelir Yaklaşımı	10
5	Görüş	13
5.1	Pazar Yaklaşımı	13
5.2	Gelir Yaklaşımı	13
5.3	Sonuç	13

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ("TSKB") ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.'nin (Yatırım Finansman) halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlar olduğu Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kimpur", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın hazırladığı 6 Nisan 2022 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arz Özeti	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	110.000.000 TL
Halka Arz Oranı (Ek Satış Hariç/Dâhil)	%27,15 / %31,22
Halka Arz Metodu	%35 Sermaye Artırımı %65 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	11.550.000 TL (Sermaye Artışı) 21.450.000 TL (Ortak Satışı) Toplam: 33.000.000 TL (ek satış dâhil 37.950.000 TL)
Ek Satış	4.950.000 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Satan Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar: %60 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar: %40
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün olarak planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	957 mn TL
Ek Satış Dâhil Halka Arz Büyüklüğü	1.100 mn TL
Talep Toplama	20-21-22 Nisan 2022
Halka Arz Fiyatı	29,00 TL
BIST İşlem Kodu	KMPUR
Mali Tablo Denetçisi	Deloitte (DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.)

Kaynak: İzahname

Şirket paylarının %75'i ortak satışı olarak gerçekleşecek olmakla birlikte payların %25'inin sermaye artırımı dolayısıyla elde edilecek fon kaynağının %50'sini Şirket'in kapasite artırma ihtiyacını karşılamak ve yeni ürün gruplarını üretmek üzere yapılacak yatırımlarda kullanmayı planlamaktadır, sağlanacak kaynak bu çerçevede Düzce tesisinin yatırımı başta olmak üzere yatırımların finansmanında kullanılacaktır. Kalan %50 oranında kaynak tutarı da büyümeye bağlı olarak artan işletme sermayesinin karşılanması ve banka kredi borçlarının bir kısmının kapatılmasında kullanılacaktır.

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Kimteks Kimya, 1983 yılından beri suni deri, ayakkabı tabanı, kauçuk, yapıştırıcı ve boya gibi farklı sektörlere hammadde tedarik etmektedir. 31.12.2015 itibariyle iki ayrı firma olarak devam etme yönünde karar almıştır. Kimteks Kimya olarak iş faaliyetlerine distribütörlük ve dağıtım iş kollarında devam ederken, Kimteks Poliüretan, "Poliüretan Sistem Evi" kapsamında gerçekleştirilen üretimden satış işlemlerine kadar tüm süreçlerde yeni yapısı ile öncü bir firma olarak sektörde hizmet sunmaya devam etmektedir.

Kimteks Poliüretan, Gebze yerleşkeli, 2021 yılı itibari ile yıllık 120.000 ton üretim kapasitesi, sahip olduğu "Akıllı İş Modeli"ne dayalı "İleri Teknoloji" sistemleri ile poliüretan sektöründe faaliyet gösteren bir kimya şirkettir.

Şirket, Türkiye'nin ilk yerli sermayeli poliüretan sistemleri üreticisi olarak, teknoloji ve Ar-Ge yatırımları ile müşterilere özel çözümler üretmeyi sürdürmektedir. 2019 ve 2020 yıllarında Kimpur, Türkiye'nin Ar-Ge harcamaları en yüksek 250 şirketi arasında bulunmaktadır.

Kimpur, toplam 1.000'den fazla müşteriye yaklaşık 600 ayrı sistem ürün kodu ile hizmet vermektedir. Şirketin satışları son 5 yıl içinde ortalama yıllık %20'yi geçen bir büyüme oranına sahiptir.

40'ın üzerinde ülkeye yapılan ihracat tutarsal olarak toplam satışlar içerisinde 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla %41,2 ve %42,5'lik bir pay ile gerçekleşirken pandemi sebebiyle 2020 yılında ihracatın satışlarındaki payı %32,5 seviyesine gerilemiş, 2021 yılının ilk yarısında ise %29,5 seviyesinde seyretmiştir.

Şirket'in ürünleri "poliüretan sistemleri" olarak adlandırılır. Poliüretan kimyası; (OH) grubu içeren polyoller ile (NCO) grubu içeren izosiyanatların reaksiyonu ile oluşan polimerlerdir. Şirket'in ana ürün kalemleri;

- Kim Rigid: İzolasyon paneli ve beyaz eşya sektörü için çift komponentli Sert Köpük Sistemleri
- Kim Foot: Ayakkabı ve terlik sektörü için Poliüretan Sistemleri
- Kim Flex: Ofis ve otomotiv sektörleri için Esnek Köpük Sistemleri
- Kim Case: Kaplamalar, yapıstırıcılar, dolgu malzemeleri ve elastomerler gibi geliştirilmiş köpükler ve köpüksü olmayan yapılarda elastomerik uygulamalara dair Poliüretan Sistemleri

Şirket, 15 bin m² olan Gebze fabrikasında üretim faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Gebze fabrikasında bulunan depolar ile Gaziantep, Mersin Liman ve Adana'da bulunan 3. Taraf depolar ile GAP bölgesindeki müşterilerine hizmet vermektedir.

Şirket 2017-2020 yıllarında toplam 60.104.190 TL fabrika tesis, fabrika bina ve ERP sistem yatırımları yapmış olup kendi özkaynaklarıyla finanse etmiştir. Aynı zamanda, 15 bin m² olan mevcut alanında üretim ve depolama anlamında genişleme alanı kalmadığı için, yeni bir üretim tesisi zorunlu olmuştur. Bu anlamda, teşvik kapsamında destek alınabilecek bir üretim tesisi için genişlemekte olan, Düzce Gümüşova Organize Sanayi bölgesi seçilmiş ve arazi için ön anlaşma yapılmıştır.

Şirket'in Kimplast Granül ve Sanayi Ticaret A.Ş. (%50), Kimpur Rus&Cis Limited Co. (%100) ve Kimpur International Trading Limited (%100) olarak bağlı ortaklıkları mevcuttur.

3 Finansal Durum

Tablo 2: Gelir Tablosu

(TL)	GELİR TABLOSU		
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	Solo	Solo	Konsolide
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Hasılat	714.998.947	938.761.333	2.172.688.464
Satışların Maliyeti	(600.126.965)	(746.872.265)	(1.793.241.157)
Brüt Kar / (Zarar)	114.871.982	191.889.068	379.447.307
Genel Yönetim Giderleri	(16.800.680)	(16.019.264)	(37.520.092)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(22.067.230)	(29.358.807)	(53.136.879)
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 / (Zararı)	84.317.335	156.354.618	537.143.870
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	3.153.555

GELİR TABLOSU			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	Solo	Solo	Konsolide
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	(1.813.332)	(941.024)	1.115.290
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	82.504.103	155.413.594	541.412.714
Finansman Gelirleri	-	-	-
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)
Dönem Karı / (Zararı)	36.222.616	80.395.943	316.423.045

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 3: Bilanço

BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	Solo	Solo	Konsolide
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Nakit ve Nakit Benzeri	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
Diğer Alacaklar	4.424.014	8.773.572	6.817.745
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
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	19.011.612	23.295.092	44.521.722
Dönen Varlıklar	485.784.984	965.595.205	2.071.253.090
Finansal Yatırımlar	228.300	228.300	228.300
Ticari Alacaklar	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 Varlıkları	4.018.201	3.661.854	2.780.727
Peşin Ödenmiş Giderler	12.021	-	64.908
Duran Varlıklar	87.952.747	99.868.424	137.100.682
Toplam Varlıklar	573.737.731	1.065.463.629	2.208.353.772
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
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	608.307	671.335	2.091.462
Diğer Borçlar	598.801	5.108	165.252
Türev Araçlar	-	10.051.370	5.725.030
Ertelenmiş Gelirler	13.307.486	24.283.712	49.522.634
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	660.956	6.337.245	64.011.163

BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	Solo	Solo	Konsolide
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Kısa Vadeli Karşılıklar	7.772.712	6.510.298	31.225.682
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	395.294	298.812	3.469.860
Kısa Vadeli Yükümlülükler	355.587.177	777.982.690	1.630.105.417
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2.439.288	2.379.489	2.490.818
Çalışanlara Sağlanan Faydalar İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1.935.427	2.811.109	3.605.524
Ticari Borçlar	-	-	1.380.608
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.835.154	6.831.362	4.118.888
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.209.869	12.021.960	11.595.838
Toplam Yükümlülükler	365.797.146	790.004.650	1.641.701.255
Ödenmiş Sermaye	110.000.000	110.000.000	110.000.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9.166.139	12.485.043	16.376.384
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	-	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	33.014.680	32.979.512	55.206.621
Geçmiş Yıllar karları/Zararları	19.537.150	39.598.481	66.103.083
Net Dönem Karları	36.222.616	80.395.943	316.423.046
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	2.543.383
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	207.940.585	275.458.979	564.109.134
Toplam Özkaynaklar	207.940.585	275.458.979	566.652.517
Toplam Kaynaklar	573.737.731	1.065.463.629	2.208.353.772

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in brüt kar marjı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, öz kaynak karlılık (ROE) oranı ve aktif karlılık oranı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 4: Karlılık Oranları

Karlılık Oranları	1 Ocak – 31 Aralık 2019	1 Ocak – 31 Aralık 2020	1 Ocak – 31 Aralık 2021
Brüt Kar Marjı	%16,07	%20,44	%17,46
Faaliyet Kar Marjı	%11,79	%16,66	%24,72
Net Kar Marjı	%5,07	%8,56	%14,56
Öz kaynak Karlılık Oranı (ROE)	%17,42	%29,19	%55,84
Aktif Karlılık Oranı	%6,31	%7,55	%14,33

Kaynak: İzahname

Şirket'in mali oranları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 5: Mali Oranlar

Mali Oranlar	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Varlıklar)	0,64	0,74	0,74
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,62	0,73	0,74
Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar	0,02	0,01	0,01
Özkaynaklar / Toplam Varlıklar	0,36	0,26	0,26
Alacak Devir Gün Sayısı (Ticari Alacaklar / Net Satışlar*365) - Gün	157	187	176
Stok Devir Gün Sayısı (Stoklar / Satışların Maliyeti*365) - Gün	59	57	73
Borç Devir Gün Sayısı (Ticari Borçlar / Satışların Maliyeti*360) - Gün	89	99	89

Kaynak: İzahname

Şirket'in likidite oranları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 6: Likidite Oranları

Likidite Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Cari Oran (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,37	1,24	1,27
Asit-Test Oranı (Dönen Varlıklar - Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,09	1,09	1,05
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,15	0,42	0,34

Kaynak: İzahname

Şirket'in net borçluluk tutarları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 7: Net Borçluluk

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Finansal Yükümlülükler	181.877.616	521.806.605	1.033.274.121
Hazır Değerler (-)	53.233.548	327.388.181	553.572.126
Net Kredi Yükümlülüğü	128.644.068	194.418.424	479.701.995

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası tarafından hazırlanan 6 Nisan 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla TSKB tarafından yapılan değerlemede 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; Grup1 ve Grup2 olarak değerlendirilmiştir.

Grup1 değerlemesinde baz alınan temel kriter, benzer ülke risk primine ve yüksek büyüme potansiyeline sahip olmalarıdır. Belirlenmiş şirketlerin 06.04.2022 tarihli çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 8: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri – Grup1

Şirket (Grup1)	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	Firma Değeri (mn USD)	2021 FD/FAVÖK*	2022T FD/FAVÖK
BASF India Ltf	Hindistan	1.735	1.762	14,30x	15,39x
Basic Chemical Industries Company SJSC	Arabistan	309	360	16,83x	m.d.
Beijing Comens New Materials Co Ltd	Çin	508	399	12,51x	m.d.
Hangjin Technology Co Ltd	Çin	4.216	4.306	33,22x	m.d.
Hongbaoli Group Corporation Ltd	Çin	552	770	22,67x	m.d.
Huaфон Chemical Co Ltd	Çin	7.043	6.981	5,40x	4,16x
Jinangsu Maysta Chemical Co Ltd	Çin	263	189	18,98x	m.d.
Miraçll Chemicals Co Ltd	Çin	634	607	34,64x	m.d.

Şirket (Grup1)	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	Firma Değeri (mn USD)	2021 FD/FAVÖK*	2022T FD/FAVÖK
Nylex (Malaysia) Bhd	Malezya	21	67	4,19x	m.d.
Scientex Bhd	Çin	1.508	1.854	11,29x	10,79x
Shanghai Huide Science & Technology Co Ltd	Hindistan	555	591	24,44x	m.d.
Sheela Foam Ltd	Çin	2.332	2.360	53,04x	45,65x
Wanhua Chemical Group Co Ltd	Çin	42.451	52.345	10,89x	8,68x
Yongyue Science & Technology Co Ltd	Çin	357	324	1,585,34x	m.d.
Zhenjiang Jihua Group Co Ltd	Çin	653	551	52,72x	m.d.
Zhenjiang Sanmei Chemical Industry Co Ltd	Çin	2.024	1.504	29,39x	m.d.
			Medyan	11,29x	9,74x

Kaynak: TSKB

*Grup1 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanırken, 2021 yılsonu FD/FAVÖK değerleri açıklanmayan şirketlerin son 12 ay çarpanları dikkate alınmıştır.

Şirket ihracat gelişimine oldukça önem vermekte olup, 2021 yılsonu 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'de 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 sahiplerdir. TSKB tarafından 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 06.04.2022 tarihli çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 9: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri – Grup2

Şirket (Grup2)	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	Firma Değeri (mn USD)	2021 FD/FAVÖK	2022T FD/FAVÖK
Asahi Kasei Corp	Japonya	12.168	17.313	5,73x	5,81x
Baiksan Co Ltd	Güney Kore	209	244	10,22x	m.d.
Cathay Consolidated Inc	Tayvan	150	157	m.d.	m.d.
Chinyang Holdings Corp	Güney Kore	175	220	18,68x	m.d.
Ciech SA	Polonya	568	821	4,81x	5,08x
Covestro AG	Almanya	9.745	11.439	3,47x	4,03x
Dingzing Advanced Materials Inc	Tayvan	183	231	12,06x	m.d.
Dongsung Finetec Co Ltd	Güney Kore	274	311	10,04x	8,10x
Dow Inc	Amerika	47.178	60.899	5,38x	5,74x
HunchemsFineChemicalCorp	Güney Kore	762	549	5,02x	4,31x
Huntsman Corp	Amerika	8.068	9.179	7,60x	5,77x
KPX Chemical Co Ltd	Güney Kore	215	129	2,95x	2,20x
Mitsui Chemicals Inc	Japonya	5.025	9.415	4,94x	4,51x
PCC Rokita SA	Polonya	465	542	3,48x	m.d.
Qualipoly Chemical Industries Ltd	Tayvan	146	174	8,84x	m.d.

Şirket (Grup2)	Ülke	Piyasa Değeri (mn USD)	Firma Değeri (mn USD)	2021 FD/FAVÖK	2022T FD/FAVÖK
Sanyo Chemical Industries Ltd	Japonya	979	896	4,93x	4,86x
SP Group A/S	Danimarka	648	772	12,42x	10,76x
Stepan Co	Amerika	2.277	2.552	9,21x	7,91x
			Medyan	7,60x	5,74x
			Medyan (İskontolu - %10)	6,84x	5,16x

Kaynak: TSKB

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.

Tablo 10: Yurt Dışı Benzer Şirketler Grupların Ağırlıklandırılmış Ortalama Çarpan Değeri

Şirket Grupları	2021 FD/FAVÖK	FD/FAVÖK 2022 T
Ağırlıklandırma	50%	50%
Grup1 Medyan Değeri (%50)	11,29x	9,74x
Grup2 Medyan Değeri (%50) - (%10 İskontolu)	6,84x	5,16x
Grupların Ağırlıklandırılmış Ortalama Çarpan Değeri	9,06x	7,45x

Kaynak: TSKB

Tablo 11: Çarpan Analizinde Kullanılan FAVÖK Tutarı

Çarpan Analizinde Kullanılan FAVÖK Tutarı (Bin Euro)	2021 FAVÖK	FAVÖK 2022 T
	30.479	40.448

Kaynak: TSKB

Yurt dışı benzer şirketler dikkate alınarak yapılan hesaplamada TSKB, Şirket'in öz sermaye değerini aşağıdaki gibi 253,8 mn TL olarak hesaplamıştır.

Tablo 12: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Öz Sermaye Değeri Hesabı

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

Kaynak: TSKB

4.2 Gelir Yaklaşımı

İNA değerlemesi kapsamında TSKB tarafından 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, 2021 yılında kademeli olarak faaliyete geçeceği öngörülere 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.
- Şirket'in 2026 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı %1,00 olarak alınmıştır.

Tablo 13: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Bin Euro	İNA Analizi					Terminal Yıl
	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	59.645
FVÖK Marjı	15,4%	14,6%	14,2%	14,1%	14,2%	
FAVÖK	40.448	48.676	55.440	58.132	62.159	62.780
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)	(1.652)
Yatırım Harcamaları	(5.882)	(6.159)	(6.251)	(1.800)	(1.831)	(3.135)
Vergi	(5.223)	(6.508)	(9.102)	(10.847)	(11.692)	(11.929)
Serbest Nakit Akımları (SNA)	(5.946)	11.700	21.145	35.847	38.800	46.065
AOSM	12,57%	12,57%	12,57%	12,57%	12,57%	
İndirgenme Oranı	89%	79%	70%	62%	55%	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	(25.959)	6.271	8.507	10.658	17.035	
İNA Toplamı	62.553					
Terminal Büyüme Oranı	1,0%					
Terminal Değer (TD)	397.981					
TD'nin Bugünkü Değeri	220.120					
Firma Değeri	282.673					
Net Finansal Borç (31.12.2021)	35.035					
Öz Sermaye Değeri	247.638					

Kaynak: TSKB

TSKB tarafından Şirket'in AOSM hesaplamasında, Türkiye hisse senedi risk primi 2022-2026 yılları döneminde %5,50 olarak sabit tutulmuştur. Genel olarak Türkiye piyasasına yönelik oluşturulan raporlar ve Borsa İstanbul'da son gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde, risk primi genel olarak benzer seviyelerde kabul görmektedir.

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 yılsonu finansal tablolarında yer alan Net Finansal Borç / (Net Finansal Borç + Özkaynaklar) oranı olan %47,58 olarak sabit öngörülmüştür.

17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan kanuna istinaden kurumlar vergisi, 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 %7,70 hesaplanmaktadır.

Böylelikle TSKB, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetini %12,57 olarak hesaplamıştır.

Tablo 14: AOSM Hesaplaması

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)			
Hedef Öz Sermaye / (Borç+Öz Sermaye)	E/V	52,42%	
Hedef Borç / (Borç+ Öz Sermaye)	D/V	47,58%	
Vergi Oranı	T	23,00%	Efektif vergi oranı
Kaldıraçsız Beta	B	0,91	Halka açık benzer şirket çarpan analizinde yer verilen şirketlerin medyanı
Kaldıraçlı Beta	b _L	1,55	Efektif vergi oranı ve hedef öz sermaye / (borç+ öz sermaye) oranı ile hesaplanmıştır
Risksiz Getiri Oranı	r _f	8,50%	05/11/2047 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond 6 Nisan 2022 itibarıyla getirisi
Piyasa Risk Primi	R _m - r _f	5,50%	
Öz Sermaye Maliyeti	k_e	17,00%	rf+(R_m-rf)*b_L
Borçlanma Maliyeti	K_d	10,00%	Uzun vadeli Euro borçlanma maliyeti tahmini
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	K_d	7,70%	
AOSM		12,57%	E/V*k_e+D/V*(1-T)*k_d

Kaynak: TSKB

Sonuç olarak;

Piyasa Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonucunda bulunan öz sermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 15: Değerleme Özeti

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

Kaynak: TSKB

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

TSKB tarafından yapılan çalışma kapsamında hesaplanan değer halka arz öncesi ödenmiş sermaye olan 110.000.000 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri 36,59 TL olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere %20,8 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim fiyatı 29,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 16: Değerleme Sonucu

Sonuç	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Bin Euro)	250.710
Euro/TL Kuru* (06/04/2022)	16,05
Ağırlıklandırılmış Özsermaye 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	29,00

Kaynak: TSKB

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

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Yurt içi benzer şirketlerin değerlemeye dâhil edilmesinin uygun olduğu görüşündeyiz ancak hali hazırda Borsa İstanbul'da Şirket'in büyüklüğü ve ürün gamına uygun bir şirket olmaması nedeniyle sadece yurt dışı borsalarda işlem gören şirketlerin dikkate alınmasını makul buluyoruz.
- Yurt dışı benzer şirketler çarpanlarının gruplara ayrılarak hesaplamaya dâhil edilmesinin yanı sıra gelişmiş ülkelere ait Grup 2 çarpanlarına iskonto uygulanmasını makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerini ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini (%5,5) makul buluyoruz.
- Şirket'in 2026 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranının %1,00 olarak alınmasına ilişkin gerekli açıklamaların yer almasının uygun olacağı görüşündeyiz.
- Risksiz getiri oranı için 05/11/2047 vadeli T.C. ABD Doları Eurobond kullanılmasına ilişkin gerekli açıklamaların yer almasının makul olduğu düşüncesindeyiz.
- Şirket'in kaldıraçsız betası olarak yurt dışı benzer şirketlerin kaldıraçsız betalarının medyanı olan 0,91 alınmasının yurt içi sektör dinamiklerini yansıtmayacağı görüşündeyiz.
- Uzun vadeli Euro borçlanma maliyeti tahminine ilişkin gerekli açıklamaların yer almasını makul buluyoruz.
- AOSM hesaplaması yapılırken Şirket'e ait gelecek iş planı üzerinden hesaplanan Borç Oranı'nın kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye hesabında kullanılan 06/04/2022 tarihli Euro/TL alış kuru yerine Şirket'in finansallarıyla aynı tarihli olan 31/12/2021 Euro/TL kurunun kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değerler, 2022 ve sonraki yıllarda faaliyete başlanması hedeflenen projelere bağlı olarak gerçekleşecektir. Dolayısıyla, hedeflenen projelere bağlı olarak hesaplanan değer ve marjlarda yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

TSKB tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Kimteks Poliüretan Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin öz sermaye değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değerlerin ağırlıklandırılması sonucu toplamları alınmıştır.

Nihai öz sermaye değeri tespit edilirken, TSKB tarafından konu alınan piyasa çarpanları yönteminden elde edilen değere %50, indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK;

TSKB tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 29,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.