

KUZEY BORU

KUZEY BORU A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu



6 Aralık 2023

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI.....	4
5. Finansal Tablolar.....	4
6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	5
6.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi).....	5
6.2. Pazar Yaklaşımı (Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi)	6
7. SONUÇ	9
8. GÖRÜŞ	10

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Meksa Yatırım”) tarafından, Kuzey Boru A.Ş. (“Kuzey Boru”, “İhraççı” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında Yetkili Kuruluş Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

İhraççı	Kuzey Boru A.Ş.
Halka Arz Kodu	KBORU
Halka Arz Büyüklüğü	Sermaye Artırımı : 20.000.000 TL Ortak Satışı : 4.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Sermaye	80.000.000 TL Nominal
Halka Arz Sonrası Sermaye	100.000.000 TL Nominal
Satan Ortaklar	Mustafa Topgaç, Bülent Karaman, Demet Karaman
Halka Açıklık Oranı	%24,00
Talep Toplama Tarihleri	7-8 Aralık 2023
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Birincil Piyasada Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Fiyat	36.20 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Tüm Şirket Ortakları İçin 12 Ay
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	BİST’te İşlem Görmeye Başladıktan Sonraki 30 Gün Boyunca Yapılması Planlanmaktadır.

Kaynak: Kuzey Boru Halka Arz İzahnamesi, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu ve Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket 2001 yılında “Debim Bilgisayar İnşaat Reklam Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi” ticaret unvanıyla kurulmuş ve Kayseri Ticaret Sicili’ne tescil edilmiştir. 2005 yılında unvanını “Kuzey Boru Plastik Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi” olarak değiştirmiş ve 2006 yılında merkezi Kayseri’den Aksaray’a taşınmıştır. 2020 yılında ise tür değişikliğine giderek unvanını “Kuzey Boru Anonim Şirketi” olarak yenilemiştir.

Kuzey Boru A.Ş.’nin faaliyet konusu Esas Sözleşmesi’nin “Amaç ve Konu” başlıklı 3. Maddesine göre; her çeşit endüstriyel boru, çelik, plastik, kompozit ve benzeri alt yapı ve üst yapı boruları ile bunların tüm ek ve parçalarının üretimini, alım satımını, nakliyesini, ithalat ve ihracatını yapmak, boru üretimi için tasarım, araştırma ve geliştirmeler yapmak, boruların kullanım alanlarına bağlı olarak üçüncü kişi ve kurumlara gerekli mühendislik, proje, danışmanlık, saha desteği ve benzeri hizmetleri vermek olarak belirlenmiştir.

Şirket’in fiili olarak yaptığı temel faaliyetler; altyapı ve üst yapı için gerekli olan boru üretimini, bunların yurt içi ve yurt dışında pazarlama ve satışını, satış sonrasında bu alana ilişkin mühendislik hizmetlerini yürütmektedir. Mühendislik hizmetleri, satış sonrası teknik destek, montaj, bakım hizmetlerini kapsamaktadır.

Şirket tarafından farklı nitelik, çap ve basınç sınıflarında üretilen borular, tescilli “Kuzey Boru” markası altında satılmaktadır. Kuzey Boru tarafından altyapı ve üst yapı kullanım alanlarına göre üretimi gerçekleştirilen borular ve bunlara bağlı ek parçalara ait ürün grupları “Polietilen” ve “Koruge” olmak üzere ikiye ayrılmıştır. Şirket ayrıca, Polietilen ve Koruge grubu ek paça ve ekipmanları üretimi gerçekleştirmektedir.

Şirket'in Ana Ürün Bazında Satışlarının Yıllar İtibarıyla Kırılımı

Ürün Grupları (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
HDPE Borular	64.674.298	190.783.539	646.318.245	234.492.820	451.111.326
Koruge Borular	29.507.086	42.650.241	125.062.544	21.958.635	91.196.279
PPRC Borular	53.786,94	133.746	16.572	14.617	3.988,50
Ek Parça ve Ekipmanlar	5.604.384	6.722.574	17.875.012	10.483.472	10.977.605
İntaçlı Satışlar	4.248.058	-21.338.806	-20.001.603	22.194.411	-
Diğer gelirler	3.832.732	12.621.913	32.661.848	22.470.022	6.152.886
Brüt Satışlar	107.920.344	231.573.207	801.932.618	311.613.977	559.442.084
Satış iadeleri (-)	-1.390.301	-5.152.554	-14.131.804	-3.221.482	-3.740.301
Diğer indirimler (-)	-76.691	-2.747	-21.994	-	-
Net Satışlar	106.453.352	226.417.906	787.778.820	308.392.495	555.701.783

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in son durum itibarıyla pay sahiplerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer	Pay Oranı (%)
Mustafa Topgaç	A*	9.600.000	%12,00	9.600.000	%10,00
	B	22.400.000	%28,00	20.800.000	%21,00
Bülent Karaman	A	9.600.000	%12,00	9.600.000	%10,00
	B	22.400.000	%28,00	20.800.000	%21,00
Demet Karaman	A	4.800.000	%6,00	4.800.000	%5,00
	B	11.200.000	%14,00	10.400.000	%10,00
Halka Açık	B	-	-	24.000.000	%24,00
Toplam	A+B	80.000.000	%100,00	100.000.000	%100,00

Kaynak: Kuzey Boru Halka Arz İzahnamesi

*A grubu payların Yönetim Kuruluna Aday Gösterme ve 5 oy hakkı imtiyazı vardır.

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	724.000.000 TL
NET HALKA ARZ GELİRİ	688.647.860 TL
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Oran (%)
Malatya CTP Yatırımının Finansmanı	%50-60
Kısa Vadeli Banka Kredilerinin Azaltılması	%20-30
İşletme Sermayesi İhtiyacı	%10-20
Toplam	%100

Kaynak: 30.10.2023 Tarih ve 2023/16 Sayılı Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Kullanımına İlişkin Yönetim Kurulu Kararı

5. Finansal Tablolar

Özet Finansal Durum Tablosu (TL)	2020	2021	2022	2023/06
Dönen Varlıklar	34.300.075	154.037.868	288.837.269	597.286.659
Duran Varlıklar	57.911.337	173.630.476	354.127.374	363.549.676
Toplam Varlıklar	92.211.412	327.668.344	642.964.643	960.836.335
Kısa Vadeli Yükümlülükler	29.292.171	172.489.408	274.912.980	511.037.465
Uzun Vadeli Yükümlülükler	44.115.307	37.941.396	39.838.096	48.965.953
Özkaynaklar	18.803.934	117.237.540	328.213.567	400.832.917
Toplam Kaynaklar	92.211.412	327.668.344	642.964.643	960.836.335

Kaynak: Kuzey Boru Halka Arz İzahnamesi

Özet Kar-Zarar Tablosu (TL)	2020	2021	2022	2023/06
Hasılat	106.453.352	226.417.906	787.778.821	555.701.784
Satışların Maliyeti (-)	(75.911.339)	(177.444.045)	(575.150.970)	(412.192.813)
Brüt Kar/Zarar	30.542.013	48.973.861	212.627.851	143.508.971
Esas Faaliyet Kar/ Zarar	9.003.512	14.705.944	138.312.026	89.947.631
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3.165.415	3.073.556	99.757.384	56.537.351
Dönem Karı/Zararı	2.458.452	5.756.687	108.456.754	52.134.270

Kaynak: Kuzey Boru Halka Arz İzahnamesi

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinden belirtilen değerleme yaklaşımları olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınarak, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi (Borsa Kılavuz Emsallar Yöntemi)

6.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde Kullanılan Varsayımlar

- Risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık gösterge tahvil faizinin 10 günlük hareketli ortalaması kullanılmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- Şirket'in piyasa hisseleri ile ne kadar paralel hareket ettiğini gösteren bir gösterge olan Beta katsayısı ise halka arz değerlemelerinde genel kabul görmüş kaldıraçsız beta seviyesi olan 1 seviyesinden hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Risk primi olarak da projeksiyon dönemi boyunca genel kabul görmüş %5,5 oranı belirlenmiştir.
- Şirket'in mevcut borçlanma maliyeti, 2023 yılı için 2023/6 aylık denetim raporunda belirtilen etkin TL faiz oranı alınmış, sonraki yıllar için ise risksiz getiri oranının 2 puan üzeri olacak şekilde AOSM hesaplamalarına konu edilmiştir.
- Şirket'in 2023 yılı vergi oranı mevcut vergi teşvikleri dikkate alınarak hesaplanan etkin vergi oranı olup, sonraki yıllar itibarıyla halka açık şirketlerin vergi avantajının (2 puan indirim) yanı sıra üretici şirketlere uygulanan ilave 1 puanlık indirimden faydalanacağı kabul edilmiş ve vergi oranları ona göre hesaplanmıştır. 2028 ve sonraki yıllar için şu an için geçerli olan %25 Kurumlar Vergisi oranı kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama (AOSM)

Kuzey Boru'nun indirgenmiş nakit akımlarında kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmektedir.

AOSM Hesaplaması	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risksiz Faiz Oranı	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Borçlanma Faiz oranı	14,85%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Borçlanma Risk Primi		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Vergi oranı	4,90%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	25,00%
Vergi Sonrası Borçlanma	14,12%	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%	22,50%
Sermaye Ağırlığı	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%
Borçlanma Ağırlığı	46,40%	46,40%	46,40%	46,40%	46,40%	46,40%
AOSM	24,51%	28,81%	28,81%	28,81%	28,81%	28,40%

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Şirket için projeksiyon dönemi 2023-2028 yılları olarak belirlenmiş olup bu döneme ait gelir tablosu ve bilanço projeksiyonları Şirket'in geçmiş verileri ışığında, Şirket yönetiminin paylaştığı olduğu üretim ve satış beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları analizine baz edilecek firmaya olan serbest nakit akımlarına ulaşmak için Şirket'in mali dönem içinde operasyonlarından elde ettiği nakitten söz konusu döneme ait vergi gideri, yine aynı döneme ait yatırım tutarları düşülmüş ve işletme sermayesi ihtiyacı/fazlasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı +/- olarak dikkate alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	1.696.127	4.561.070	8.907.473	12.712.648	15.670.226	18.669.400
SMM	1.298.619	3.510.691	6.565.651	9.336.003	11.615.410	13.852.884
Brüt Kar	397.509	1.050.379	2.341.822	3.376.645	4.054.816	4.816.516
Brüt Kar Marjı	23,4%	23,0%	26,3%	26,6%	25,9%	25,8%
Pazarlama Satış Dağıtım Gideri (-)	95.756	241.426	436.277	606.429	738.500	870.313
Genel Yönetim Gideri (-)	36.042	54.235	74.703	94.402	111.569	126.176
Faaliyet Karı	265.711	754.718	1.830.842	2.675.814	3.204.747	3.820.026
Amortisman	16.879	21.121	30.375	37.422	45.679	50.769
FAVÖK	282.590	775.839	1.861.217	2.713.236	3.250.426	3.870.795
Vergi	13.007	89.930	306.287	499.047	617.877	907.386
Yatırımlar	77.522	138.379	175.451	162.968	158.485	86.584
Net İşletme Sermayesi Değişimi	124.936	336.586	563.545	476.528	348.206	366.111
Firmaya Serbest Nakit Akımı	67.125	210.945	815.934	1.574.693	2.125.857	2.510.715
İskonto Faktörü	0,90	0,70	0,54	0,42	0,33	0,25
İndirgenmiş Nakit Akımı	60.303	147.118	441.765	661.869	693.664	638.061
Net Bugünkü Değer @30/06/2023	2.642.780					
Artık Değerin Bugünkü Değeri	2.863.619					
Toplam Firma Değeri	5.506.399					
Net Borç	328.427					
Piyasa Değeri @30/06/2023	5.177.972					
Piyasa Değeri @15/11/2023	5.625.392					

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Bu şekilde hesaplanan serbest nakit akımları AOSM ile 30.06.2023 tarihine indirgenerek Şirket'in nakit akımlarının bugünkü değeri (NBD) hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artış büyüme oranı ile serbest nakit akımları sonsuza kadar büyütülmekte ve bu şekilde hesaplanan Artık Değer ilgili AOSM ile 30/06/2023 tarihine indirgenerek Artık Değerin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Her iki değer toplanması ile de Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla Firma Değeri hesaplanmaktadır.

Firma Değerinden 30.06.2023 tarihi itibarıyla denetlenmiş finansal tablolarda yer alan net borç rakamı düşülerek Şirket'in 30.06.2023 tarihindeki Özsermaye Değerine (Piyasa Değerine) ulaşılmıştır. Söz konusu Özsermaye Değeri ise ilgili AOSM oranı ile değerlendirme tarihi olan 15.11.2023 tarihine getirilmiş ve bu şekilde Kuzey Boru için **5.625.392.253 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

6.2. Pazar Yaklaşımı (Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi)

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK ve F/K gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. Ancak özellikle halka arz fiyatlamasında şirketin

piyasa değerinin diğer benzer şirketler ile karşılaştırmasına imkân sağlayacak F/K, FD/Satışlar ve PD / DD gibi çarpanların da kullanılmaktadır.

Bu çerçevede Kuzey Boru'nun değerlemesinde Şirket'in yatırım döneminde olduğu değerlendirilerek PD/DD çarpanı ve ağırlıklı olarak düşük kar marjlı perakende firmalarının değerlemesinde kullanılan FD/Satışlar çarpanı dışarıda bırakılmış ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır. Çarpan yöntemleri arasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan ilgili değerlerden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerine ulaşılmıştır.

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapıya sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Kuzey Boru'nun faaliyet konusu itibarıyla plastik boru üretimi ile temel olarak kimya sektöründe yer alan bir şirkettir. Birebir benzer üretimleri olan Egeplast ve Sanica Isı Sanayi dışında Borsa İstanbul'da işlem gören bir şirket bulunmadığı için yurt içi benzer şirket analizinde BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksindeki şirketler dikkate alınmıştır.

Kuzey Boru'nun içinde bulunduğu sektöre ilişkin benzer şirket seçiminde geniş bir örneklem ulaşmak amacıyla hem yurtiçinde faaliyet gösteren ve benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketler hem de yurtdışında benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin dahil edildiği geniş bir örneklem oluşturmaya çalışılmıştır.

Yurt dışı benzer şirket analizi için de yurt dışında hem gelişmekte olan ülkelerdeki hem de gelişmiş ülkelerde plastik boru üretiminde bulunan ve su altyapısına ilişkin çözümlere üreten şirketler dikkate alınmıştır.

Kullanılan Finansal Tablo Kalemleri - TL		Yıllıklandırılmış 30/06/2023
Net Satışlar		1.035.088.110
FAVÖK		219.865.323
Net Kar		146.839.761
Net Borç		328.427.376
Özsermaye		400.653.495

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketler

Şirket Kodu	F/K	FD/FAVÖK
SASA	32,70	54,05
PETKM	15,31	52,98
AKSA	8,43	8,45
POLTK	628,34	487,38
KMPUR	18,32	14,77
EUREN	15,57	16,50
KOPOL	24,83	20,22
BRISA	9,51	7,48
ALKIM	10,74	6,74
EGPRO	9,90	7,64
GOODY	22,89	6,57
DYOB	nm	11,64
MRSHL	nm	56,11
EPLAS	12,49	6,81
ACSEL	14,82	24,42
TMPOL	23,59	18,81
OZRDN	9,13	6,91
KRPLS	19,73	16,53
DNISI	19,83	32,75
MERCN	11,87	15,09

SANFM	20,21	16,47
ISKPL	13,42	9,26
GEDZA	8,83	8,90
BRKSN	9,34	6,45
RNPOL	16,12	9,16
BAYRK	36,92	18,24
SEKUR	nm	5,41
IZFAS	34,89	19,85
Düzeltilmiş Ortalama	41,91	34,49
Düzeltilmiş Medyan	15,44	14,77

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Söz konusu çarpan değerlerinden, anlamlı olmayan değerler elimine edilerek hesaplanan standart sapma ile uç sınırlar tespit edilmiştir. Bu şekilde F/K değerlerinde 161,88 üzeri ve FD/FAVÖK çarpanlarında da 122,79 üzerindeki çarpanlar uç değer olarak medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan medyan değerler, yaptığımız değerlendirme hesaplamamızda dikkate alınmıştır.

Yurt içi çarpan analizinde kullanılan çarpan yöntemleri olan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan ilgili değerlerden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin, yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Kuzey Boru için **2.592.686.589 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yıllıklandırılmış 30/06/2023		
(TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	%50,00	2.918.202.124
F/K	%50,00	2.267.171.054
Özsermaye Değeri		2.592.686.589

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket Kodu	F/K	FD/FAVÖK
WESTLAKE CORP	13,71	7,15
ZHEJIANG WEIXING NEW BUILDING MATERIALS CO LTD	18,37	14,24
UPONOR OYJ	27,84	12,33
TERAPLAST SA	184,75	23,38
CHINA LESSO GROUP HOLDINGS LTD	4,47	3,98
APOLLO PIPES LTD	58,53	27,77
PRINCE PIPES AND FITTINGS LTD	34,85	21,00
PRAKASH PIPES LTD	13,40	10,23
ASTRAL LTD	92,04	55,01
FINOLEX INDUSTRIES LTD	25,92	18,41
SHANDONG DONGHONG PIPE INDUSTRY CO LTD (A)	20,01	10,99
SUPREME INDUSTRIES LTD	51,30	35,39
ADVANCED DRAINAGE SYSTEMS INC	19,50	12,23
DAIOS PLASTICS SA	9,61	8,32
CHINA GENERAL PLASTICS CORP	40,56	12,84
NAN YA PLASTICS CORP	97,92	22,30
OCEAN PLASTICS CO LTD	101,33	83,95
Ortalama	30,72	16,04
Medyan	22,97	12,84

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Bu şirketler arasında uç değerleri elimine etmek için örneklem setinin standart sapması hesaplanmış ve bu standart sapmaya göre üst sınırdaki F/K çarpanları arasında 93,55 çarpan değeri üzeri ve 2,23 çarpan değeri altı hesaplamaya dahil edilmemiştir. Benzer şekilde FD/FAVÖK hesaplamasında da 41,85 çarpan değeri üzeri ve 2,80

çarpan değeri altındaki değerler hesaplamaaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan değerlerden medyan değer kullanılmıştır.

Yurt dışı çarpan değerlemesi için de FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan Firma Değeri net borç düzeltmesinden sonra yine eşit ağırlıkla değerlemeye katılmış ve Kuzey Boru için **2.933.718.609 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yıllıklandırılmış 30/06/2023		
(TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	%50,00	2.494.645.990
F/K	%50,00	3.372.791.227
Özsermaye Değeri		2.933.718.609

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve Kuzey Boru için **2.763.202.599 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Yıllıklandırılmış 30/06/2023		
(TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer	%50	2.592.686.589
Yurt Dışı Benzer	%50	2.933.718.609
Toplam Özsermaye Değeri		2.763.202.599

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

7. SONUÇ

Nihai Değerleme kapsamında Şirket için hesaplanan Piyasa Çarpanları Değerlemesi ve INA analizi ile hesaplanan Şirket değerleri, INA analizine %30 ve Piyasa Çarpan Değerlemesine %70 ağırlık verilerek Kuzey Boru için Halka Arz İskontosu öncesi Nihai Özsermaye Değeri **3.621.859.495 TL** ve **%20,04** halka arz iskontosu ile Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri **2.896.000.000 TL** ve pay başında değer de **36,20 TL** olarak hesaplanmaktadır.

TL	INA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	5.625.392.253	2.763.202.599
Ağırlık	30%	70%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		3.621.859.495

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

Pay Başı Değer Hesaplaması - TL	
Halka Arz Öncesi Sermaye	80.000.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri	3.621.859.495
Halka Arz İskontosu (-)	20,04%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	2.896.000.000
Pay Başına Değer (TL)	36,20

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

8. GÖRÜŞ

- Tacirler Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun oldukça kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Borsa Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının değerlemeye dahil edilmesinin uygun olduğu görüşünderiz.
- Borsa Kılavuz Emsaller Yönteminde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının ve ilgili çarpanlar için uç değerlerin elemine edilmesinin makul olduğu görüşünderiz.
- İNA analizi için;
 - Öngörülen projeksiyonlara ilişkin varsayımların makul olduğu görüşünderiz
 - Gelir projeksiyonlarında, yeni yatırım olan Malatya fabrikasının kapasite kullanım oranının kademeli olarak sırasıyla ilk yıl %27, ikinci yıl %53 ve üçüncü ve dördüncü yıl %60 ve sonraki yıllarda %65 seviyelerinde gerçekleşeceği varsayımının muhafazakar olduğu görüşünderiz.
 - AOSM varsayımlarının makul olduğu görüşünderiz.
- Kuzey Boru'nun nihai Şirket Değerinin; İna Analizine %30, Piyasa Çarpanları Analizine %70 ağırlık verilerek hesaplanmasının makul olduğu görüşünderiz.
- Hesaplanan şirket değerine uygulanan %20,04 halka arz iskontosunun makul olduğu görüşünderiz.

Sonuç olarak, Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemleri kullanılarak hesaplanan özsermaye değerine %20,04'lük halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 36,20-TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşünderiz.