

KUZEY BORU A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
5 Aralık 2023

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş (Tacirler Yatırım) , yetkili aracı kurum olduğu Kuzey Boru A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Kuzey Boru" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında 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 İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Kuzey Boru A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Kuzey Boru A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Kuzey Boru A.Ş. Ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	7 Aralık - 8 Aralık 2023
Halka Arz Fiyatı	36,20 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,04%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	80.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	24,00%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	24.000.000

Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler

İhraççı, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmayacağını taahhüt etmiştir. Şirketin mevcut pay sahipleri şirket paylarının BİST'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca sahip oldukları halka arza konu olmayan şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etti. 30 Gün süreyle halka arz fiyatından fiyat istikrarı planlanmaktadır.

Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Tamamı Eşit
Borsa Kodu	KBORU
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Kuzey Boru A.Ş altyapı ve üst yapı için boru ve ek parçaların üretimini, bunların yurt içi ve yurt dışında pazarlama ve satışını, satış sonrasında bu alana ilişkin mühendislik hizmetlerini yürütmektedir. Kuzey Boru A.Ş. şirketinin 3 ortağı bulunmaktadır. Şirket paylarının 40%'ı Mustafa Topgaç'a, 40%'ı Bülten Karaman'a, 20%'si Demet Karaman'a aittir. Şirket ana üretim faaliyetlerini merkezi Kırımlı Organize Sanayi Bölgesi Aksaray'daki fabrikada gerçekleştirmektedir. Şirket'in fabrika binasında bulunan merkez ofisine ek olarak Aksaray, Ankara ve Malatya'da bir adet şubesi, İstanbul'da bölge ofisi, Dubai, İtalya ve Katar'da satış temsilciliği bulunmaktadır. Ankara şubesi ve İstanbul bölge ofisi kiralık ofis olup diğer ülkelerde bulunan satış temsilcilikleri is sanal ofis özelliğindedir.

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 parça ve ekipmanları üretimi gerçekleştirmektedir.

Kuzeyboru plastik boru ve ekleme parçaları üretimi ve alt yapı projelerine mühendislik destekleri veren şirketin üretim yaptığı ürünler:

- Altyapı Ürünleri
- Telekomünikasyon Ürünleri
- Tarımsal Ürünler
- Üst Yapı Ürünleri
- Dredging Ürünleri

Üretim Tesisleri

Aksaray OSB Polietilen Boru Üretim Tesis

Polietilen boru üretim tesisinde 15 adet üretim hattı bulunmakta olup hatlarda üretilen boru çeşitleri farklı çaplarda olduğundan aynı hat üzerinde farklı çaplarda kalıp değişimi yapılarak üretim gerçekleştirilmektedir. Ayrıca bu hatları besleyen toplam 4.800 kva kapasiteli endüstriyel iklimlendirme ve yangın müdahale sistemiyle korunan trafo mevcuttur.

Aksaray OSB Koruge Boru Üretim Tesis

Tesiste koruge boru, çelik takviyeli spiral koruge boru üretilmektedir. Tesiste toplam 5 adet koruge boru ve 1 adet çelik takviyeli spiral koruge boru üretim hattı bulunmaktadır. Her bir koruge hattında 2 adet ekstruder, çelik takviyeli spiral koruge hattında ise boru üretim tarafında 2 adet, sac reçileneme tarafında 1 adet olmak üzere toplam ekstruder bulunmaktadır.

Aksaray Granül Kırım Tesisi

Granül kırım tesisinde 3 adet granül hattı 2 adet kırım hattı endüstriyel alanda ihtiyaç duyulan ve atık plastiklerin parçalanarak hacmini küçültmeye yarayan 1 adet Shredder makina, 1 adet kırma makinası ve atıkların geri dönüşümü için 1 adet agromel bulunmaktadır. Granüllerin tamamı aynı kesitte, hassas ölçülerde ve istenilen uzunlukta kesiksiz olarak elde edilmesini sağlayan 3 adet ekstrüder bulunmaktadır.

3.1 Satışlar

Net Satışların Kırılımı - TL	2020	2021	2022	6A22	6A23
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	133.746	16.572	14.617	3.988
Ek Parça ve Ekipmanlar	5.604.384	6.722.574	17.875.012	10.483.472	10.977.605,00
İntaçlı Satışlar	4.248.058	-21.338.806	-20.001.603	22.194.411	-
Diğer Gelirler	3.832.732	12.621.913,00	32.661.848	22.470.022	6.152.886,00
Brüt Satışlar	107.920.344	231.573.207	801.932.618	311.613.977	559.442.084
Satış İadeleri (-)	-1.390.301	-5.152.554	-14.131.804	-3.221.482	-3.740.301
Diğer İndirimler (-)	-76691	-2747	-21.994,00		
Net Satışlar	106.453.352	226.417.906	787.778.820	308.392.495	555.701.783

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

3.2 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Mustafa Topgaç	A	9.600.000	12,00%	9.600.000	9,60%
	B	22.400.000	28,00%	20.800.000	20,80%
Bülent Karaman	A	9.600.000	12,00%	9.600.000	9,60%
	B	22.400.000	28,00%	20.800.000	20,80%
Demet Karaman	A	4.800.000	6,00%	4.800.000	4,80%
	B	11.200.000	14,00%	10.400.000	10,40%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	24.000.000	24,00%
Toplam		80.000.000	100%	100.000.000	100%

Kaynak: Kuzey Boru İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2020	2021	2022	2023/6
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

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu - TL	2020	2021	2022	6A22	6A23
Hasılat	106.453.352	226.417.906	787.778.821	308.392.495	555.701.784
Satışların Maliyeti	-75.911.339	-177.444.045	-575.150.970	-247.934.556	-412.192.813
Brüt Kar / Zarar	30.542.013	48.973.861	212.627.851	60.457.939	143.508.971
Esas Faaliyet Karı / Zararı	9.003.512	14.705.944	138.312.026	35.935.637	89.947.631
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar/Zararı	9.003.512	14.388.918	138.307.776	35.935.637	90.348.105
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	3.165.415	3.073.556	99.757.384	17.912.513	56.537.351
Net Dönem Karı/ (Zararı)	2.458.452	5.756.687	108.456.754	13.751.263	52.134.270

Kaynak: Kuzey Boru Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Malatya CTP Yatırımlarının Finansmanı	50-60%
Kısa Vadeli Banka Kredilerinin Azaltılması	20-30%
İşletme Sermayesi İhtiyacı	10-20%
Toplam	100%

Kaynak: Kuzey Boru Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon kullanım özet bilgi.

- **Malatya CTP Yatırımlarının Finansmanı** – Payların halka arzı neticesinde elde edilecek fonun yaklaşık %50-60'ı Malatya'da kurulmasına başlanan CTP ("Cam Elyaf Takviyeli Polyester Boru") tesisinin yatırım maliyetlerinin finansmanında kullanılacaktır.

- **Kısa Vadeli Banka Kredilerinin Azaltılması** – Payların halka arzı neticesinde elde edilecek fonun yaklaşık %20-30'luk kısmı kısa vadeli kredilerin azaltılması için kullanılacaktır. Bu şekilde Şirket, ticari vadelere ilişkin daha esnek olmayı ve hammadde alımlarını daha etkin ve verimli bir şekilde yöneterek finansman maliyetlerini azaltmayı hedeflemektedir.
- **İşletme Sermayesi İhtiyacı** – Payların halka arzı neticesinde elde edilecek fonun yaklaşık %10-20'si işletme sermayesinde kullanılacaktır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %70, indirgenmiş nakit akımına %30 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Projeksiyonlar 2023 – 2028 yılları arası dönemi kapsamaktadır.

Projeksiyonda risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık gösterge tahvil faizinin 10 günlük hareketli ortalaması kullanılmış ve projeksiyon dönemi boyunca %28 seviyesinde sabit bırakılmıştır. Beta 1 olarak kabul edilmiş olup, risk primi olarak da projeksiyon dönemi boyunca genel kabul görmüş %5,5 oranı belirlenmiştir.

Borçlanma maliyeti 2023 yılı için 2023/6 aylık denetim raporunda belirtilen TL faiz oranı olan %14,85 alınmış, sonraki yıllar için ise risksiz getiri oranınının 2 puan üzeri olan %30, AOSM hesaplamalarına konu edilmiştir. AOSM 2023 – 2028 yılları için sırasıyla %24,51, %28,81, %28,81, %28,81, %28,81 ve %28,40'dır.

Projeksiyon dönemi boyunca nakit döngüsünün 28 gün ve işletme sermayesinin net satışlara oranının da %12 seviyelerinde kalacağı projekte edilmiştir. Artık büyüme oranı %5 alınmış olup, söz konusu özsermaye değeri ise ilgili AOMS oranı ile değerlendirme tarihi olan 15.11.2023 tarihine getirilmiş ve Şirket için 5.625.392.253 TL özsermaye değeri hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (000*TL)

NBD	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

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Projeksiyonda Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır. Değerlemede en son açıklanan 30.06.2023 tarihi itibarıyla finansal tablolar baz alınarak son 12 aylık gelir tablosu kalemleri ve 30.06.2023 itibarıyla bilanço kalemleri değerlemeye konu edilmiştir.

Yurt içi benzerlerinde BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksindeki şirketler dikkate alınmış olup şirketler içinden direkt olarak plastik üretiminde veya kullanımında bulanmayan ilaç şirketleri ile gübre şirketleri ve petrol şirketleri örneklerden çıkartılmıştır. Standart sapma kapsamında F/K değerlerinde 161,88 üzeri ve FD/FAVÖK çarpanlarında da 122,79 üzerindeki çarpanlar uç değer olarak medyan hesaplamalarına dahil edilmemiştir. FD/ FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan özsermaye değeri 2.918.202.124 TL, F/K çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri ise 2.267.171.054 TL olarak hesaplanmış. İlgili değerlerden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin %50 - %50 ağırlıklandırılması sonucu Şirket için 2.592.686.589 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yurtdışı benzer şirketler kapsamında uç değerleri elimine etmek için örneklem setinin standart sapması hesaplanmış ve bu standart sapmaya göre üst sınır F/K çarpanları arasında, 93,55 çarpan değeri üzeri ve 2,23 çarpan değeri altı hesaplamalara dahil edilmemiştir. Benzer şekilde FD/FAVÖK hesaplamasında da 41,85 çarpan değeri üzeri ve 2,80 çarpan değeri altındaki değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir. FD/ FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan özsermaye değeri 2.494.645.990 TL, F/K çarpanına göre hesaplanan özsermaye değeri ise 3.372.791.227 TL olarak hesaplanmıştır. İlgili değerlerden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin %50 - %50 ağırlıklandırılması sonucu Şirket için 2.933.718.609 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yurtiçi ve yurtdışı seçilmiş şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve Şirket için 2.763.202.599 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Yurt içi 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

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine %30 ve Piyasa Çarpanları Değerlemesine %70 ağırlık verilerek 3.621.859.495 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20,04 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 36,20 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

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

7. GÖRÜŞ

Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasının uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Değerleme sonucunda Çarpan Analizine %70 ağırlık, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %30 ağırlık verilmesini uygun görüyoruz.

Sonuç olarak, Kuzey Boru için hesaplanan hedef değere %20,04 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 36,20 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.