

KUZEYBORU

KUZEY BORU A.Ş.
01.01.2024 – 31.03.2024 DÖNEMİ
HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE
ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN
GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU-2

Sermaye Piyasası Kanunu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca
Hazırlanmıştır.

20 HAZİRAN 2024

1- GENEL BİLGİLER

Ticaret Unvanı	Kuzey Boru A.Ş.
Ticaret Sicil No	6190
Adres (merkez)	Kırımlı OSB Mahallesi Mehmetçik Bulvarı No:2 Aksaray/Merkez
İletişim Bilgileri	+90 382 266 23 03 (tlf) – +90 382 266 21 91(faks)
İnternet Sitesi	https://kuzeyboru.com.tr

1.1- Şirket halka arzına ilişkin bilgiler

Şirketin 1.500.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 80.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin mevcut ortakların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanarak 100.000.000 TL'ye yükseltilmesi nedeniyle artırılan 20.000.000 TL nominal değerli (B) grubu pay ile Şirketin mevcut ortaklarının sahip olduğu 4.000.000 TL nominal değerli (B) grubu payların ortak pay satışı suretiyle olmak üzere toplam 24.000.000 TL nominal değerli (B) grubu payların halka arzına ilişkin izahname ve tasarruf sahiplerine satış duyurusu SPK'nın 01/12/2023 tarihli ve 75/1634 sayılı kararı ile onaylanarak başlatılan sermaye artırımını, mevcut pay satışı işlemlerinin tamamlanması sonucunda Şirketin çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL ye ulaşmıştır.

Şirketin paylarının halka arzına ilişkin talep toplama işlemleri, “Sabit Fiyatla Talep Toplama” yöntemiyle, 7-8 Aralık 2023 tarihlerinde gerçekleşmiş olup Şirket payları 14.12.2023 tarihinde Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

2- RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ

Kuzey Boru A.Ş.'nin (“Kuzey Boru veya “Şirket”) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içeren işbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi gereğince hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan; *“Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.”* İşbu rapor söz konusu Tebliğ hükmü gereğince hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

3- FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket'in halka arz sürecinde Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi, Tacirler Yatırım'ın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 04.12.2023 tarihinde yayımlanarak yatırımcıların bilgisine sunulan 17.11.2023 tarihli fiyat tespit raporunda, şirketimizin ortak pay satışı yöntemi ve

sermaye artırımını yöntemi ile halka arz edilen paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve şirketimizin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve uluslararası kabul görmüş, aşağıda yer verilen, iki temel yöntem kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi
Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

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 incelenmiş ancak, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

3.1- İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu metotta şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket’in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır.

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. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince hesaplanan Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları verilmektedir.

Tablo 1: İndirgenmiş Nakit Akımları

Serbest Nakit Akımı (000’TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FAVOK	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	68.125	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

Değerleme Tarihi	15/11/2023
Dönem Sonu	30/06/2023
Yıl Sonu	31/12/2023

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

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 artı 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 toplandı ile de Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla Firma Değeri hesaplanmaktadır.

Firma Değeriinden 30.06.2023 tarihi itibarıyla denetlenmiş finansal tablolarda yer alan net borç rakamı düşölerek Şirket'in 30.06.2023 tarihindeki Özsermaye Değeri (Piyasa Değeri) ulaşılmıştır. Söz konusu Özsermaye Değeri ise ilgili AOSM oranı ile değerieme tarihi olan 15.01.2023 tarihine getirilmiş ve bu şekilde Kuzey Boru için **5.625.392.253 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

3.2- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları analizi yönetimde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değeri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerieme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır.

Değerieme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. Ancak özellikle halka arz fiyatlamasında şirketin piyasa değerinin diğeri benzer şirketler ile karşılaştırmasına imkân sağlayacak F/K, FD/Satışlar ve PD / DD gibi çarpanların da kullanılmaktadır.

Bu çerçevede Kuzey Boru'nun değeriemesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılarak değerieme çalışması yapılmıştır. Çarpan yöntemleri arasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir.

Bu şekilde hesaplanan ilgili değerielerden net borç düşölmesi sonucu oluşan piyasa değerielerine ulaşılmıştır

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

Yurtiçinde BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksindeki şirketlerin 15.11.2023 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerieleri üzerinden 2023/06 yılı sonu mali tablolarındaki yıllıklandırılmış değerielere göre hesaplanan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır.

Kullanılan çarpan yöntemleri olan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan ilgili değerielerden net borç düşölmesi sonucu oluşan piyasa değerielerinin, yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Kuzey Boru için **2.592.686.589 TL** piyasa değeriine ulaşılmıştır.

Tablo 2: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

		6A23 S12A
TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	50,0%	2.918.202.124
F/K	50,0%	2.267.171.054
Özsermaye Değeri		2.592.686.589

Yurt dışı benzer şirket analizi için yurt dışında hem gelişmekte olan ülkelerdeki hem de gelişmiş ülkelerde plastik boru üretiminde bulunan ve su altyapısına ilişkin çözümlere üreten şirketler dikkate alınmıştır. Söz konusu şirketlerin 29.09.2023 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır.

Tablo 3: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

		6A23 S12A
TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	50,0%	2.494.645.990
F/K	50,0%	3.372.791.227
Özsermaye Değeri		2.933.718.609

FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan Firma Değeri net borç düzeltmesinden sonra Yurt İçi Çarpan Analizinde kullanılan benzer oranlar kullanılmış ve Kuzey Boru için **2.933.718.609 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır

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

Tablo 4: Piyasa Çarpan Analizi Sonuçları

		6A23 S12A
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

4- DEĞERLEME SONUCU

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.

Tablo 5: Değerleme Yöntemleri Sonucu

TL	INA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	5.625.392.253	2.763.202.599
<i>Ağırlık</i>	<i>30%</i>	<i>70%</i>
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		3.621.859.495

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

5- TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ

Fiyat Tespit Raporunda kullanılan veriler, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihli finansal tablolar ile söz konusu finansal tablolar için Güncel Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan özel bağımsız denetim raporu (“Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu”), kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Tacirler Yatırım’ın talebi ile Şirketin sağladığı bilgiler ve Tacirler Yatırım’ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) tarafından yayımlanan 23 Kasım 2023 tarihli “Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru” kapsamında Şirket’in 31 Aralık 2023 tarihli finansal tabloları TMS 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama” standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur. Bu doğrultuda enflasyon muhasebesi uygulanmış gelir tablosu kalemlerine ve enflasyon muhasebesine tabi olmayan Fiyat Tespit Raporunda yer alan projeksiyonlarla birlikte oluşturulan tahmin ve gerçekleşme verilerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 6: Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

TL	2024 1Ç Tahmin* (A)	2024 1Ç Gerçekleşen (TMS 29) (B)	Gerçekleşme Oranı (B/A)
Hasılat	740.650.039	967.893.164	131%
Satışların Maliyeti	570.084.087	723.906.626	127%
Brüt Kar	170.565.952	243.986.538	143%
FAVÖK	125.984.733	157.478.730	125%

*: FTR’de çeyreklik tahmin bulunmadığı için 2023 yılı sonu ile 2023 yılı 1. Çeyrek rakamları karşılaştırılmış ve 2023 yılında 1. Çeyrekte toplam yıl satışlarının %16’sının gerçekleştiği görülmüştür. Bu oran 2024 yıl tahminlerine oranlanarak 1. Çeyrek tahmini rakamları oluşturulmuş ve karşılaştırma bu baz üzerinden yapılmıştır.

01.01.2024 – 31.03.2024 ara dönem itibarıyla satış hasılatı 740.650.039 TL olarak tahmin edilmiş olup, enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle 967.893.164 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Hasılatın satış tahminine göre gerçekleşme oranı %131 seviyelerinde olmuştur.

Satışların maliyeti 570.084.087 TL olarak öngörölmüş, enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle 723.906.626 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satışların maliyeti tahminine göre gerçekleşme oranı %127 seviyesinde olmuştur.

Aynı dönemde brüt kar tahmini 170.565.952 TL dir. Enflasyon muhasebesi uygulanmış brüt kar tutarı ise 243.986.538 TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt karın tahminlere göre gerçekleşme oranı %143 seviyelerinde olmuştur.

FAVÖK 2024 1. Çeyrek için öngörölmüş olan 125.984.733 TL'nin %125'si seviyesinde gerçekleşmiştir.

Yukarıdaki açıklama ve tespitlerimiz çerçevesinde 01.01.2024 – 31.03.2024 ara dönem itibarıyla öngörülen seviyelerin üzerinde bir performans gösterilerek; beklenen tahminlerin üzerinde bir seviyede karşılandığı görölmektedir.

Saygılarımızla,
20.06.2024
KUZEY BORU A.Ş.
Denetim Komitesi